

الفصل الثالث

عقود المعاملات الحديثة في سوق رأس المال الإسلامي

تمهيد:

إذا كان الهدف الرئيس من عقود المشتقات هو تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة هي التي عظمّت المخاطر ثم عملت على إدارتها، حيث أن دورها الأساسي هو تحويل المخاطر من مستثمر لآخر دون أن يقتضي ذلك بيعاً للأصول محل التعامل.

إن تصميم المشتقات المالية لم يتم إلا بغرض المتاجرة في مخاطر السوق، حيث يجري بيع المخاطر وشراؤها ونقلها من أولئك الذين يتوجسون خيفة من نتائجها إلى أولئك الذين يسعون في طلبها ولديهم الرغبة في تحملها مقابل الثمن الذي يتقاضونه مسبقاً.

وقد كان من نتيجة ذلك أن انتشرت المقامرات بصورة مقننة وأصبحت المشتقات قنابل موقوتة يؤدي اختيارها إلى انهيار منشآت الأعمال بل وأسواق رأس المال.

بناءً على ما تقدم يحث الإسلام على الأخذ بكل ما فيه من مصلحة وتقدم المسلمين، ولا ينقص من قدر المسلمين أن يأخذوا بأساليب علمية أو فنية تزيد في كفاءتهم وخبرتهم الفنية في إدارة الأموال واستثمارها، بل إن ذلك يعد مطلباً شرعياً، ينسجم مع حفظ الأموال والتي هي من الضرورات ويحث على تجنب كافة أشكال الخسارة.

لذلك تبرز ضرورة الاستفادة من بدائل المشتقات المالية في سوق رأس المال الإسلامي، حيث تحقق نفس مزايا المشتقات التقليدية وتكون متوافقة وتوجيهات الشرع الإسلامي، من خلال الاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية، ومن فرص التمويل المتاحة في سوق رأس المال العالمي والذي تحتاج إليه المؤسسات وكذا حكومات الدول الإسلامية في تنمية اقتصادها.

المبحث الأول: العقود المستقبلية من منظور الاقتصاد الإسلامي.

المبحث الثاني: عقود الخيارات وعقود المبادلات من منظور الاقتصاد الإسلامي.

المبحث الثالث: المؤشرات في سوق رأس مال الإسلامي.

المبحث الأول:

العقود المستقبلية من منظور الاقتصاد الإسلامي

تعتبر عقود المستقبلية من العقود الحديثة التي يتم تداولها على نطاق واسع في أسواق المال العالمية، حيث يبلغ حجم التداول في هذه العقود أرقاما فلكية، وفي الوقت الحاضر هناك جهود حثيثة من قبل المنظمات الدولية لإدخال هذه العقود إلى أسواق المال في الدول الإسلامية.

لكن في ظل المنهج الإسلامي في صناعة الهندسة المالية القائم على حرية الابتكار والإبداع للأدوات المالية المستحدثة، لا مانع من ذلك طالما اتسمت تلك المنتجات بالحلال من الناحية الشرعية والكفاءة من الناحية الاقتصادية.

لذلك يسعى هذا المبحث إلى الوقوف على العقود المستقبلية ومدى اتفاقها أو اختلافها مع قواعد الشريعة الإسلامية، ومحاولة تطويرها في حالة الاختلاف مع أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي.

المطلب الأول: العقود المستقبلية والعقود الآجلة في سوق رأس المال التقليدي.

سوف يتم التطرق في هذا المطلب على العقود المستقبلية والعقود الآجلة بحيث نتناول فيه المفهوم والنشأة والخصائص.

الفرع الأول: مفهوم ونشأة العقود المستقبلية والعقود الآجلة في سوق رأس المال التقليدي.

أولاً: التعريف بالعقود المستقبلية والعقود الآجلة.

1. العقود الآجلة (العقود الأمامية):

أ. العقود الآجلة أو الأمامية هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع والمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ Exercise Price.

ب. وقد عرفها صندوق النقد الدولي العقد الأجل كما يلي: "بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً بكميات معينة وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه، والعقود الآجلة ليست عقود مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين.⁽¹⁾

أيضاً هي عقود تعطى لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي وبسعر محدد مسبقاً أيضاً⁽²⁾.

(1) - القرني محمد علي، نحو سوق مالية إسلامية. جدة: مجلة دراسات الاقتصادية، العدد السادس، الجزء (2)، 1990، ص 89.

(2) - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر. الإسكندرية: منشأة المعارف، 2003، ص 88.

2. العقود المستقبلية (Future Contracts)

أ. يطلق اصطلاح العقود المستقبلية على العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها من خلال الأسواق المنظمة، ويعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر ويستلم منه وبواسطة طرف ثالث (وسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد. ويتم التعامل بهذه العقود في سلع حقيقية مثل البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة من الذهب والفضة أو مالية كالسندات والأسهم والودائع والعملات الأجنبية كما يمكن أن تشمل أيضا على مؤشرات السوق المالي⁽¹⁾.

ب. يعرفها البعض بأنها عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين بسعر محدد مسبقا على أن يتم لتسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية بغرض حماية كل من طرف من المشكلات التي قد يترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته⁽²⁾.

ثانيا: نشأة العقود المستقبلية والعقود الآجلة.

تعد العقود الآجلة هي أول صورة من صور العقود المستقبلية حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية والمعادن، ويعد سوق شيكاغو لتجارة أو الأسواق لهذه العقود، فقد أنشأت هذه السوق من قبل تجار الحبوب المحليين سنة 1842م قامت السوق النقدية العالمية وهو فرع من بورصة شيكاغو بطرح أول عقد مستقبلي على العملة، وهذا من أجل مساعدة المستثمرين على تحقيق مخاطر التغيرات في الأسعار، وفي 1972م قامت السوق النقدية العالمية وهو فرع من بورصة شيكاغو بطرح أول عقد مستقبلي على العملة و هذا من أجل مساعدة المستثمرين على تحقيق مخاطر أسعار الصرف لقد تطورت العقود المستقبلية في أعقاب انخيار نظام "بروتن وودز" سنة 1973م⁽³⁾، حيث بدأ نظام تعويم أسعار العملات وأصبحت تتحرك هبوطا وصعودا بحرية كاملة حسب العرض والطلب، ومنذ ذلك التاريخ شهدت العقود المستقبلية تطورا مستمرا، فقد استحدثت عقود مستقبلية على أسعار الفائدة، عام 1975م، وعقود مستقبلية على أذون الخزانة عام 1976م، وعقود مستقبلية على سندات الخزينة عام 1977م، ثم ظهرت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم عام 1980م، ثم توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات حيث تم إنشاء أسواق مالية في أوروبا والشرق الأقصى تتعامل بهذه الأدوات، وأهم هذه الأسواق هي بورصة لندن العالمية للعقود المستقبلية والخيارات والتي بدأت التعامل عام 1982م، ومع

(1) - المرجع السابق، ص 92.

(2) - عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية. الكويت: الديوان الأميري، 1991، ص 26.

(3) - محمد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي. عمان: دار النفائس، ط3، 1999، ص 230.

نهایة القرن العشرين ظهرت العقود المستقبلية على الخدمات وفي مقدمتها العقود المستقبلية على الرحلات الترفيهية خلال الإجازات والعطل⁽¹⁾.

الفرع الثاني: خصائص العقود المستقبلية والأطراف المتعاملة في سوق العقود المستقبلية.

في هذا الفرع سيتم التعرف على خصائص العقود المستقبلية ومقوماتها والأطراف المتعاملة بها.

أولاً : خصائص العقود المستقبلية ومقوماتها.

1- في العقود المستقبلية يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، بذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها **Prise Risk**، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ و الذي قد يكون مرتفعاً.

2- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح **Open outcry** عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة **House clearing** توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد.

3- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري) و(البائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يسمى **MARGIN** تتراوح قيمته عادة بين 5% إلى 15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد ومن ثم أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته، ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل لتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة.

4- إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة فإن قليلاً من السلع تتوافر فيها الشروط التي تتناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية ومن أهمها:

أ- أن تكون السلعة من النوع القابل لتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد.

ب- أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة.

ج- أن تكون السلعة، ذات قيمة مقارنة بحجمها.

د- أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها و بذلك تناسب هذه الأسواق سلعا

مثل⁽²⁾:

المنتجات الزراعية وبصفة خاصة البن والشاي والذرة والبطاطا وكذلك العملات والأوراق المالية.

5- لضمان توفير سوق منتظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود إلى تنشيط شروط التعاقد في خمسة أساسية هي:

(1) - أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 05.

(2) - القرني محمد علي، مرجع سابق، ص 111.

أ- وحدة التعامل: ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد مثل أن يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على (5000) بوشل وفي أذونات الخزانة الأمريكية ما قيمته مليون دولار و هكذا.

ب- شروط التسليم وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد و الفترة الزمنية التي ينبغي أن يتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يمكن بها للبائع التسليم الأصل ودرجة جودة الأصل محل التعاقد فمثلا عقود أذونات الخزانة يكون التسليم واجبا خلال الثلاثة أيام التالية لثالث يوم اثنين في الشهر المحدد للتسليم.

ج- تختلف الفترة الزمنية التي يمكن أن يغطيها العقد من أصل آخر ففي السلع الزراعية عادة ما يعطي العقد فترة لا تزيد عن ثلاثة شهور.

د- حدود تقلب الأسعار حين تفرض أسواق العقود أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل التعاقد وحد أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد وإن كانت بعض العقود مثل: العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى.

هـ- حدود المعاملات Trading Limit أو المركز Limit Position ويقصد بها الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد.

و- الهامش المبدئي يرجع إلى أن الاستثمار في العقود المستقبلية أي التعاقد على الشراء والبيع لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أو الجزء منه، ولكي لا يتعرض أي طرف لضرر نتيجة عدم تنفيذ الطرف الآخر بالتزاماته فقد تقرر فرض هامش مبدئي Anti Almarging يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد ولا يمثل هذا الهامش سوى نسبة ضئيلة تتراوح ما بين 5% إلى 15% من قيمة العقد⁽¹⁾.

ثانيا : الأطراف المتعاملة في سوق العقود المستقبلية.

1. المشترون والبائعون: يطلق على مشتري العقد بالمستثمر الذي يأخذ مركزا طويلا (Long Position) بمعنى أنه يشتري العقد و يحتفظ به لفترة على أمل أن ترتفع قيمته فيقوم ببيعه بسعر مرتفع محققا بعض الأرباح، أما بائعو العقود فهم هؤلاء المستثمرين اللذين يأخذون مركزا قصيرا (Short Position) على العقد بمعنى أنهم يسوون العقد في الوقت الذين قد لا يملكون فيه الأصل محل التعاقد، ومن غير المعتاد أن يقوم البائعون والمشترون بتسليم الأصل محل التعاقد، ويرجع السبب في ندرة التسليم في العقود المستقبلية على الأوراق المالية إلى أن الهدف من العملية إما المضاربة أو تغطية مركز استثمارية في السوق الحاضر.

(1) - كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي. المملكة العربية السعودية: كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، 2005، ص ص 43، 45.

2. المضاربون: يمثل المضاربون تلك الفئة من المتعاملين في سوق العقود المستقبلية وليس لهم أي مركز استثماري، حيث أنهم لا يمتلكون الأصل فيعقدون على بيعه ولا هم راغبون في امتلاكه، فهدف المضارب هو اغتنام الفرصة المناسبة لتحقيق الربح تبعاً لمدى صحة توقعاته مثل انخفاض وارتفاع الأسعار.
3. المستثمرون بغرض التغطية: هم الذين يمتلكون الأصل بالفعل أو يتوقعون الحصول عليه في تاريخ لاحق ويخشون الآثار السلبية للتغيرات السعرية على مراكزهم الاستثمارية، ويمكن للمستثمر إلغاء العقد أو تعديله بأخذ مركز معاكس لمركزه⁽¹⁾.
4. مؤسسة التسوية: (Clearing House) يوجد لكل بورصة مستقبلية مؤسسة تسوية حيث تقوم بضمان كل عقد يتم تداوله داخل البورصة، بما نحافظ على المصداقية المالية للبورصة، ويقوم مشتري وبيع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشتري رؤية كل البائعين على كل سعر. إن الهامش يبين أفضل سعر لشراء وأفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيقاً لمعظم المستقبلات المالية، يستثنى من ذلك مستقبلات العملة.
- وتتغير الأسعار عادة وفقاً لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبلات وذلك بمساعدة أحد السماسرة (تجار المستقبلات بالعمولة) والذين يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبلات ومع ذلك فإن معظم التعامل بالمستقبلات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.
5. بيوت السمسرة: لا يمكن للمستثمرين أن يتعاملوا في أسواق العقود المستقبلية إلا من خلال بيت السمسرة إذ تقوم الوحدة المختصة بالعقود المستقبلية (FCM) بفتح حساب للعميل يطلق عليه حساب السلعة أو حساب المتاجرة، حيث يفتح حساب مستقل لكل سلعة يتعامل فيها العميل⁽²⁾.

الفرع الثالث: أنواع العقود المستقبلية وأركانها.

أولاً : أنواع العقود المستقبلية.

تتنوع العقود المستقبلية إلى الأنواع التالية:

- 1- العقود المستقبلية على السلع: خلال ماي عام 1970 سنة باشرت بورصات العقود المستقبلية السلعية دورها في تنفيذ العقود على السلع الزراعية المعدنية وغيرها.
- 2- العقود المستقبلية على أسعار الصرف: في عام 1971 م بدأت الاقتصاديات الغربية المتقدمة السماح بتعويم عملاتها بما يعني السماح بتقلب أسعار الصرف مما فتح الطريق لقيام سوق النقد الدولي IMM والتي تعد سوقاً معانة لبورصة شيكاغو للتجار والتي تخصص في العقود المستقبلية التي أطلق عليها العقود المستقبلية المالية.
- 3- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: Interest futures ظهرت عام 1975 حينما نظمت بورصة شيكاغو عقوداً مستقبلية على الرهن العقاري.

(1) - وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة. دمشق: دار الفكر، 2002، ص 362.

(2) - محمد عثمان بشير، مرجع سابق، ص 240.

وفي عام 1976 قدمت سوق النقد الدولي أول العقود المستقبلية على الأوراق المالية الحكومية وأدوات مالية أمريكية قصيرة الأجل لمدة 90 يوما وهي العقود المستقبلية على سندات الخزانة وفي غضون فترة قصيرة أصبحت هذه الأداة من أكثر العقود نشاطا لتفوق على كثير من العقود المستقبلية للحبوب والتي كان يجري التعامل عليها منذ ما يزيد من مائة عام، وفي عام 1980 تم تقديم أحد العقود التي لقيت إقبالا ونجاحا وهي العقود المستقبلية على مؤشرات أسعار الأسهم Stock Index futures.

4- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: التعاقد على مؤشرات الأسهم في حقيقته، التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغا من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه وهو المبلغ المسمى بسعر الشراء، يدفعها البائع إذا كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفعه المشتري إن كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر.⁽¹⁾

ثانيا: أركان العقود المستقبلية.

1. السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
2. تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
3. محل العقد: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية مؤشرات عملات ... الخ .
4. مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه مع الطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.
5. بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على سعر المتفق عليه مع الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل⁽²⁾.

(1) - كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص ص 22، 20.

(2) - العثماني تقي الدين، مجلة مجمع الفقه الإسلامي. جدة: بيع الحقوق المجردة، العدد الخامس، الجزء (2)، 1990، ص 13.

ثالثاً: المقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة.

جدول رقم 09: المقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة.

المعيار	آجلة	مستقبلية
طبيعة العقد	وهي عقود شخصية يتم تفصيلها وفقاً لرغبات وتفضيلات المتعاقدين وهي قائمة على التفاوض	وهي عقود نمطية حيث يحدد وقت التسديد وكميات وأنواع الأصول والمبالغ المتفق عليها بدقة تامة وفقاً لمعايير محددة من قبل إدارة السوق وتكون معلنة
مكان التداول	تنظم العقود الآجلة في أسواق مالية غير منظمة غير نظامية تعرف بأسواق ما وراء الكاونت	ترتب عقود المستقبلية في أسواق منظمة ومفتوحة لمنافسة ولا يجوز إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسرة
سعر التسليم	بقاء سعر الأصل محل التعاقد ثابت خلال فترة العقد إلى غاية تاريخ استحقاقه	سعر التسليم في عقود المستقبلية يعدل أو يتابع احتسابه يوميا
طريفي التعامل	تقام العقود بين طرفي البائع والمشتري بأسلوب مباشر تلفون وسائل اتصال حديثة	تعتبر العقود هنا تتم بين مؤسسة التقاص بين البائع وبين مؤسسة التقاص وبين المشتري
الهامش	يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد	يتم الاحتفاظ بهامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار
تاريخ التسوية	لا يمكن التسوية إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق	يمكن تسويتها في أي وقت قبل أن تتم التسوية بصورة نقدية
تسليم الأصل محل التعاقد	يتم إنهاء العقد عادة بتسليم الأصل محل التعاقد	لا يسلم الأصل عادة وإنما تتم التسوية بصورة نقدية
المخاطر	لتفادي مخاطر عدم الوفاء بالتزامات العقد يجب التأكد قبل إبرام العقد من الملاءة التي يتمتع بها الطرفان وكذا قدرتهما على الوفاء بالتزامات	لا مخاطر للفشل أو عدم الوفاء وذلك بفضل وجود غرفة المقاصة وكذا نظام الهامش و التسوية اليومية
السيولة	أقل سيولة حيث لا يمكن لأي طرف الخروج من العقد إلا بإيجاد طرف آخر محل محله و يتم قبوله من الطرف الآخر	تتمتع بسيولة كبيرة على عكس العقود الآجلة فإذا رغب أي طرف في تصفية مركزه يقوم بالدخول في مركز معاكس لمركزه الأصلي و ذلك نتيجة نمطية العقود.

المصدر: كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص 23.

الفرع الرابع: آلية عمل العقود المستقبلية.

أولاً: أمثلة توضيحية عن آلية عمل العقود المستقبلية.

إذا وجدنا مزارع يتوقع أنه سيكون 100 طن من القمح بعد تسعة شهور، ويرغب في ضمان وجود مشتري لهذه الكمية بالسعر الحالي للقمح، ووجد لدينا تاجر بحاجة إلى 100 طن من القمح بعد سبعة شهور ويرغب في ضمان الشراء من الآن، فإن من مصلحة الطرفين أن يقوم كل منهما بشراء عقد مستقبلي من سلطة السوق، ويتم

التبادل السلعة مقابل النقود في الوقت المحدد وليس عند العقد فلا يحتاج المشتري إلى دفع الثمن عند التعاقد، ولكن قد يحتاج كل منهما إلى تقديم ضمان أو دفع مبلغ من المال إلى سلطة السوق لتأكد من قدرتهما على الوفاء بالتزاماتها، ولا تزيد هذه النسبة عادة عن 51510 من قيمة العقد عند التوقيع ثم يتطلب دفع نسبة أخرى في اليوم التالي، المهم المطلوب فقط دفع مبلغ يغطي الخسارة المحتملة في حال تخلف أي منهما عن الوفاء، وتتضمن هذه العقود نوعان من السلع موصوفة بدقة بالغة يتم تسليمها إلى مستودعات محددة في فترة محددة، ويقوم البائع بتسليم المشتري وثيقة الإدخال إلى المستودع ويحصل مقابلها على الثمن⁽¹⁾.

ونظراً لأن إجراءات التسليم قد تكون مكلفة كما في بورصة شيكاغو التجارية فإن البورصة تخصص في التعامل في العقود لا تنطوي على تسليم خاصة بالنسبة لسلع الزراعة، وإنما تتعامل فقط مع المضاربين والمستثمرين الذين يرغبون في تغطية مراكزهم دون التعامل مباشرة مع المزارعين⁽²⁾.

إن التاجر في المثال السابق يحمي نفسه من عدد من المخاطر مثل تقلبات سعر القمح كلفة التخزين، خلال الشهور التسعة، كما أن المزارع يحمي نفسه أيضاً من تقلبات سعر القمح وهكذا فإن الشركات والمصانع بمختلف أنواعها⁽³⁾.

والتي تكون بحاجة إلى المواد الأولية بعد سبعة شهور مثلاً يمكنها إبرام عقود وشراء عقود نمطية قبل ذلك تجنباً لتقلبات الأسعار، ولكي لا تتوقف المصانع عن العمل بحيث تكون المواد الأولية موجودة بشكل مستمر بالسعر المناسب وفي الوقت المناسب ولكي تكون الأسعار عادلة ينبغي أن يكون هناك توازن بين العرض والطلب ويقوم بذلك عادة فئة المضاربين بأحداث التوازن دون قصد منهم .

فعندما يزداد الطلب على هذه العقود المستقبلية ترتفع أسعارها فيقوم المضاربون ببيع عقود مستقبلية مما يؤدي إلى زيادة العرض وانخفاض السعر، ويحدث العكس عند زيادة العرض وانخفاض أسعار العقود حيث يقوم المضاربون بشراء العقود المستقبلية مما يؤدي إلى ارتفاع السعر إلى مستوى التوازن، غير أنه من الجدير بالذكر أن وجود التواطؤ أو الاحتكار والمضاربات العكسية قد يؤدي إلى زيادة التقلبات والفوضى بدلاً من التوازن، وذلك إذا لم توجد رقابة تشريعية وقانونية حازمة.

وتتم إجراءات التعامل بعقود المستقبلية في سوق رأس المال بإتباع الخطوات التالية:

1. يصدر العميل أمر إلى الممثل المسجل لبيت السمسرة في المنطقة (ويتضمن الأمر معلومات عن الأصل محل التعاقد ونوع الأمر إذا كان للبيع أو الشراء وسعر التنفيذ).
2. يتم الاتفاق بين العميل والممثل المسجل على التكلفة الكلية للأمر ومقدار الهامش المبدئي⁽⁴⁾.
3. يقوم الممثل المسجل بإبلاغ الأمر إلى القسم المسؤول عن العقود المستقبلية .

(1) - أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الاقتصاد الإسلامي. جدة: مجموعة دلة البركة، 1995، ص 113 .

(2) - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 55.

(3) - مصطفى حسين سليمان، المعاملات المالية في الإسلام. عمان: دار المستقبل للنشر و التوزيع، 1990، ص 86.

(4) - وهبة الزحيلي، مرجع سابق، ص 133.

4. يقوم المسؤول عن العقود المستقبلية مباشرة بالاتصال هاتفيا أو إلكترونيا بممثل بين السمسرة في البورصة وهو أحد سماسرة الصالة والذين يقوم بتسجيله في دفتر خاص بتوافر شروط التنفيذ أو يقوم بالتوجه مباشرة إلى غرفة التعامل المخصصة لتلك العقود ويصعد إلى الحلبة لتنفيذ الفوري، وبعد ذلك يقوم سمسار الصالة بإبلاغ بيت السمسرة الذين صدر الأمر عنه ليؤكد التنفيذ الفعلي لأمر، حيث يقوم بيت السمسرة بإبلاغ العميل.

5. يقوم كتبة الصالة بتجميع الأوراق عن الصفقات التي أبرمت وتسليمها إلى مندوب بيت التسوية، والذين يقوم بإعلان تفاصيل آخر صفقة على لوحة الإعلانات المثبتة على حائط غرفة التعامل كما يقوم بإرسال برقيات إلى مكتب الخدمة الإعلامية لتذاع بيانات آخر صفقة على النطاق المحلي والعالمي⁽¹⁾.

ثانيا: شروط السلع التي يمكن إصدار عقود مستقبلية لها.

1- أن تكون السلعة قابلة لتنميط من حيث الكمية والجودة مما يحقق سيولة كافية للعقد.

3- أن تكون السلعة قابلة للتخزين.

4- أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها⁽²⁾.

المطلب الثاني: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية والدور التحوطي للعقود المستقبلية بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية.

سوف يتم التطرق إلى بيان التوصيف الشرعي لكل نوع من أنواع العقود المستقبلية ودورها التحوطي.

الفرع الأول: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية.

أولا: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على الأسهم.

التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على الأسهم لا يختلف عن التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على السلع، وهو التحريم وذلك للأدلة الآتية:

1. بيع الأسهم وهو من قبل بيع المعين، والمعين لا يجوز تأجيله بإجماع أهل العلم، وفي العقود المستقبلية يتم

تأجيله تسليم الأسهم وهذا محرم لا يجوز.

2. في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

3. إذا كان البائع لا يملك الأسهم التي أبرم عليها عقدا مستقبليا فيكون بائعا لما هو مملوك لغيره، وهو مما لا

خلاف بين أهل العلم في عدم جوازه، وهو أيضا داخل في تحريم بيع الإنسان ما لا يملك.

4. تنتهي غالبا العقود المستقبلية على الأسهم بالتسوية النقدية بين المتعاقدين وهو قمار ظاهر إذا كان

شروطا في العقد أو في معناه إن كان غير مشروط.

1 - المرجع السابق، 134.

2 - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 120.

وقد نص على تحريم العقود المستقبلية على الأسهم البيان الختامي لندوة الأسواق المالية المنعقدة في المغرب، وكذلك الدكتورة وهيبة الزحيلي والدكتور علي محي الدين القرة داغي.

ثانيا: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على السندات.

تعرف كذلك بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة:

وأما التقدير الشرعي لهذا النوع من العقود فهو التحريم، وذلك لما يأتي:

1. إن هذه الأوراق هي قروض ربوية لا يجوز شرائها أبدا.
2. يدخل في بيع الدين بالدين المنهي عنه، حيث أن الدين الذين تمثله هذه الأوراق مؤجل، ويباع بثمن مؤجل فكان محرما.
3. الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود، حيث أنها تباع بنقود من جنسها تقل عن قيمته الاسمية أو تزيد عليها، مع اشتراط تأجيل التقابض إلى تاريخ لاحق، فكان تحريم العقود المستقبلية على تلك الأوراق.
4. إذا كان البائع في العقود المستقبلية غير مالك للأوراق المالية التي أبرم عليها عقد البيع، فيكون بائعا لما لا يملك، وهو حرام في شرع الله عز وجل.
5. إذا تم الاتفاق على تصفية تلك العقود بالتسوية النقدية بين الطرفين يكون التعاقد بهذا النوع من العقود داخلا في دائرة القمار والميسر.

ثالثا: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم.

- 1-تعريف المؤشر: وهو رقم يشير إلى حركة أسعار الأسهم في السوق، يتم استخلاصه من أسعار مجموعة من الأسهم التي يعتقد أنها عينة تمثل الأسهم المتداولة في السوق⁽¹⁾.
 - 2- طبيعة العقد: التعاقد على مؤشرات الأسهم في حقيقته، التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغا من النقود، فيتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه، وهو المبلغ المسمى بسعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف، ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر وتبلغ في معظم المؤشرات.
- ويمكن لأحد الطرفين أن يغلق مركزه في السوق في أي يوم و ذلك بإبرام صفقة عكسية أي إبرام عقد بيع إذا كان سبق له إبرام عقد شراء أو إبرام عقد إن كان سبق له إبرام عقد بيع في بيع المؤشر، فليس هناك معقود عليه في الحقيقة، أي ليس هناك شيء مباع في العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، ولذا فإنه تتم تسوية العقد بين الطرفين تسوية نقدية و ذلك بالحاسبة على الفرق بين سعر الشراء وبين قيمة المؤشر في تاريخ التسليم، وأما التقدير الشرعي لعقد بيع وشراء مؤشرات فهو التحريم وذلك لما يأتي :

(1)- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. المملكة العربية السعودية: كنوز اشبيليا للنشر، الجزء(2)، 2005، ص ص 944، 963.

أ. وقوع العقد على ما ليس بمال، ولا يؤول إلى المال وذلك لا يجوز، لأن من شرط المعقود عليه أن يكون مالا، أو حقا متعلقا بمال، ومؤشرات الأسهم إن هي إلا أرقام مجردة، يقع العقد عليها وليس على الأسهم الممثلة في تلك المؤشرات.

ب. ما في هذه العقود من الرهان* المحرم بإجماع المسلمين، كما ذكر ذلك شيخ الإسلام ابن تيمية رحمه الله، فإن حقيقة العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم هو المراهنة على هذه المؤشرات من حيث بلوغها رقما معيناً أو عدمه، على أن يدفع من يخسر الرهان إلى الطرف الآخر الفرق بين الرقم المعين المرهون عليه المسمى بـ (سعر التنفيذ) وبين الرقم الذي يصل إليه المؤشر الإسلامي في دورة مؤتمره السابعة المنعقدة في جدة من 7 إلى 12 ذو القعدة سنة 1412 هـ فقد جاء فيه: (لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مغامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده).

رابعاً: التقدير الشرعي للعقود المستقبلية على العملات الأجنبية.

العقود المستقبلية على العملات محرم شرعاً بالأدلة الآتية:

أ. في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثلن، وهذا لا يجوز لأنه من بيع العرض المجمع على تحريمه.

ب. في هذه العقود الربا المجمع على تحريمه، وهو ربا النسيئة وذلك أن العملات (الأوراق النقدية) إذا بيعت بعملة أخرى اشترط في ذلك الحلول والتقابض وهذا الشرط محرم في العقود المستقبلية على العملات الأجنبية، حيث أن تأجيل التقابض والسمة الرئيسية لهذه العقود فكانت بذلك حراماً.

ج. في هذه العقود القمار إذا كانت تنتهي بالتسوية النقدية، والمحاسبة على فروق الأسعار دون أن يكون التسليم والتسليم منويًا للعاقدين وقد نص قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على تحريم العقود المستقبلية على العملات الأجنبية، فقد جاء في قرار المجمع في دورة مجلسه الثالثة عشرة المنعقدة بمكة المكرمة في يوم السبت 5 شعبان 1412 هـ: «إذا تم عقد الصرف مع الاتفاق على تأجيل قبض البديلين أو أحدهما إلى تاريخ معلوم في المستقبل، بحيث يتم تبادل العملتين، معاً في وقت واحد في تاريخ معلوم، فالعقد غير جائز لأن التقابض شرط لصحة تمام العقد ولم يحصل»⁽¹⁾.

كما نص على تحريمها قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي في دورة مؤتمره السابعة المنعقدة في جدة من 7 إلى 12 ذو القعدة سنة 1412 هـ، حيث جاء منه: «يتم التعامل بالعملات في الأسواق

* يمكن التفريق بين الميسر والقمار والرهان، فالميسر قد يكون موضوعه اللهو، وقد لا يتضمن مالا مثل النرد والشطرنج، أما إذا كان اللعب حول مال يأخذه الغالب من المغلوب ويبدل فيه المتلاعبون جهدا عضليا، مثل المصارعة والسباق، أو ذهنيا مثل لعبة الورق أو لعب الشطرنج على مال فيكون قماراً، أما إذا كان اللعب يتضمن مالا يأخذه الغالب من المغلوب، ولا يتضمن جهدا عضليا أو ذهنيا، فيكون رهانا. أنظر عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل اقتصادي وشرعي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد الأول، 2007، ص 21.

(1) - المرجع السابق، ص ص 966، 967.

المنظمة بإحدى الطرق الأربعة المذكورة في التعامل بالسلع ولا يجوز شراء العملات وبيعها بالطريقتين الثالثة والرابعة»⁽¹⁾.

الفرع الثاني: تطوير العقود المستقبلية بما يتفق مع الشريعة الإسلامية.

يمكن أن تكون المستقبلات نافعة في سوق رأس المال الإسلامي إذا جرى تعديلها وتطويرها لكي تصبح موافقة للشريعة.

أولاً: تطوير العقود المستقبلية في إطار عقد السلم.

إذا ما كانت السلع طيبة مباحة، وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة، فإن العقود الآجلة والمستقبلات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعاً، فما مدى صحة هذا التطوير؟

هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة أو المستقبلية، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على البيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطاً إلى أجل معلوم⁽²⁾.

وقد أجزى هذا التطوير، حيث يصعب على المزارعين قضاء حوائجهم وتسيير أمورهم، إذا كانوا سينتظرون جني محاصيلهم أو قطف ثمارهم ثم بيعها والحصول على ثمنها، وقد لا يجدون من يشتري هذه المحاصيل بالسعر المناسب لها وبذلك رخص النبي صلى الله عليه وسلم لهم البحث عن يشتري محاصيلهم قبل نضجها أو حتى قبل غرسها وجعل ذلك من خلال اتفاقات وعقود واضحة محددة لا مجال للجهالة فيها أو المغامرة أو الخداع، فحدد الكمية والنوع والصفة وكافة المواصفات وكذلك تاريخ التسليم دقيق لا مجال للتلاعب فيه، واشترط تسليم النقد في الحال، لينتفع به المزارعون ويحضروا أنفسهم للوفاء بما تعهدوا به وكذلك خروجاً من مسألة بيع الدين بالدين المنهي عنها شرعاً⁽³⁾.

كما اشترط الفقهاء أن يكون المسلم فيه من السلع أو البضائع منضبطة الأوصاف وذهب بعضهم إلى عدم جواز السلم في الحيوان أو بعض أصناف الفواكه لصعوبة ضبط صفقاتها غير أن الكثير من السلع التي لم يكن من الممكن تقديرها وضبط صفقاتها في الوقت الحاضر، مع تقدم المقاييس الكمية والنوعية ومقاييس الجودة، حيث أصبح لكل سلعة خبراءها وكلهم يقوم بعمله على أسس علمية متفق عليها، بما يمكن من ضبط هذه المنتجات وأوصافها بدقة لا تتفاوت كثيراً، وبناء على ما تقدم فإنه يمكن القول بجواز السلم في كافة المنتجات الزراعية والحيوانية والصناعية والخدمية ما دام من الممكن تقديرها وضبط صفقاتها⁽⁴⁾.

(1) - المرجع السابق، ص 968.

(2) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص 30.

(3) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص 76.

(4) - نفس المرجع السابق، ص 77.

ثانيا: تطوير العقود المستقبلية في إطار عقد الاستصناع⁽¹⁾

لقد عرف الشيخ مصطفى الزرقا عقد الاستصناع بأنه «عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع صنعا يلتزم البائع بتقديمه، مصنوعا بمواد من عنده، بأوصاف مخصوصة، وبثمن محدد وهذا العقد يسد حاجة من حاجات المجتمع لم يكن مسموحا بها من خلال عقد السلم وهي السماح بتأخر تسليم الثمن نقدا، خاصة عندما تكون العين المطلوب صنعها باهظة القيمة، يقول الشيخ مصطفى الزرقا ستبقى دوما في كل عصر بعض سلع لا يتيسر أبدا أن تصنع أو تنتج قبل وجود مشتر معين ملتزم شرائها» ففي مثل هذه السلع يمكن للمشتري شرعا أن يتولى هو تمويل البائع وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة عام 1412هـ عدم اشتراط تعجيل الثمن في الاستصناع.

وقد اختلف الفقهاء حول عقد الاستصناع وهو وعد أم عقد، ثم هل هو من قبيل الإجارة أم البيع والراجح أنه عقد بيع، فطالب الصنع يأتي وليس لديه شيء ويطلب صنع ثوب أو بيت أو سيارة أو باخرة وقد يقدم جزء من الثمن.

وقد تطور عقد الإستصناع في الوقت الحاضر إلى عقد المقاوله والذي أصبحت له مواصفات وشروط، ربما لم يكن يسمح بها في عقد الاستصناع سابقا، كاشتراط البراءة، البراءة من العيوب بعد ثلاث أو عشرة سنوات في حالة العقارات، ومثل إضافة الشرط الجزائي لهذه العقود، وربما يكون عقد الاستصناع من أقرب العقود الجائزة في الفقه الإسلامي والتي تسمح بتأجيل تسليم الثمن والمبيع (المستصنع).

في مجلس العقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (7/3/67) يجوز في الاستصناع تأجيل الثمن كله أو تقسيطه إلى أقساط معلومة لآجال محددة ويعني ذلك أن يمكن إصدار سندات الاستصناع من قبل الشركات أو البنوك، وتكون هذه السندات أشبه بالعقود المستقبلية، يتم شراء هذه السندات من قبل الأفراد والمؤسسات، فمثلا إذا كان الاستصناع عقاري يشتري المكتتبون ما يرغبون به من هذه السندات وتتعهد الشركات المصدرة بشراء المصنوع بالربح الذي تعرضه، كما يمكن لشركات الملاحة والطيران استصناع حاجاتها اللازمة من طائرات وسفن وفق احتياجات معينة، وذلك بإصدار سندات استصناع مخصصة لتمويل البناء ضمن المواصفات ومن تسليمها للمستصنع وتكون هذه السندات من جملة فئات الأدوات التمويلية الحلال كما يقول د/ سامي حمود رشيد.

(1)- كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 30.

الفرع الثالث: الدور التحوطي للعقود المستقبلية بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية.
أولاً: تعريف التحوط.

يعرف التحوط بأنه الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب غير المتوقع وغير المرغوب للعائد وهو يعرف أحياناً بالخطر المالي (Financial risk)⁽¹⁾، كما عرفه اتحاد المصارف العربية بأنه: «فن إدارة مخاطر الأسعار من خلال أخذ مراكز عكسية عند التعامل في أدوات المشتقات»⁽²⁾ وقد عرفه صندوق النقد الدولي بأنه: «وسيلة تقليل مخاطرة مالية بطلب مركز في إحدى الأدوات يعوض به جزئياً أو كلياً - مخاطرة تقترب بمركز آخر»⁽³⁾.

ثانياً: بناء الدور التحوطي للعقود المستقبلية الإسلامية بعد تطويرها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية. ويمكن بناء الدور التحوطي للعقود المستقبلية الإسلامية كما يلي⁽⁴⁾:

1. إن عقد السلم هو عقد تحوطي مستقبلي بما فيه من تحديد مواصفات دقيقة للأصل المراد، والتاريخ والكمية وغيرها من الأمور فيه من التحوطات الحقيقية التي تمكن كل طرف من أطراف العقد من الحصول على حقوقه المشروعة دون نقصان، ويمكن أن يلعب دوراً في تجنب أطراف المعاملة أعمال أسواق رأس المال العالمية التي تكثفها المضاربات على فروقات الأسعار والتغيرات والتقلبات المستمرة في الأسعار، عدا الطرق غير المشروعة التي يتم إتباعها في سبيل تحقيق الأرباح، حيث يحقق بيع السلم التحوط المطلوب بتثبيت ثمن الشراء المستقبلي⁽⁵⁾.
2. الدور التحوطي لعقد الاستصناع: يظهر الدور التحوطي لعقد الاستصناع من خلال حق المستصنع ليكون له الخيار بالتراجع، إذا لم يكن مطابقاً للمواصفات المحددة بالعقد، وبالتالي فإن هذا العقد هو عقد على شيء حقيقي (سلعة أو أصل) وليس على شيء وهمي، كما هو الحال في الأسواق العالمية.
3. إنَّ تحديد المواصفات والمدة والسعر في عقد الاستصناع تجعل جميع أطراف العملية في حالة أمان وطمأنينة جراء السعر الذي اتفقوا عليه، وهذا بطبعه يخفف من تقلبات الأسعار المستمرة التي تظهر كثيراً عندما تكون الغاية من وراء العملية ليست الاستثمار الحقيقي، وإنما المضاربة على فروقات الأسعار لأجل تحقيق مكاسب خلال فترة زمنية وجيزة.

(1) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الدراسات الاقتصادية. جدة: جامعة الملك عبد العزيز، العدد 11، 1999، ص 57.

(2) - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية. مصر: دار النشر للجامعات، 2005، ص 56.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 145.

(4) عبد محمود السمير، التحوط في التمويل الإسلامي - دراسة مقارنة - رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2009م، ص 76.

(5) عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مرجع سابق، ص 68.

4. الصيغ الاستثمارية الإسلامية المستقبلية (كالسلم والاستصناع... وغيرها)، تعد حلا للكثير من المشاكل التي تتعلق بتقلبات أسعار السلع المستقبلية، وعملية الضبط الدقيق لمواصفات السلع وما ينتج عنها من المخاطر.

المبحث الثاني: عقود الاختيار وعقود المبادلات من منظور الاقتصاد الإسلامي.

لقد أدى التطور المادي العالمي إلى ظهور معاملات اقتصادية وتجارية لم تكن معروفة عند الفقهاء المسلمين الأوائل، ومن هذه المعاملات الخيارات والمبادلات المالية والتي استحدثت في هذا الزمن، وانتشر التعامل بها بين الناس، حيث تعد عقود الخيارات من أهم أنماط المشتقات وأكثرها جدلا، سيما وأنها تمتاز بالتنوع الكبير في صورها، والتداخل بين مكوناتها وصعوبة ضبط تفاصيلها، كذلك عقود المبادلات التي هي أحد العقود المصنفة ضمن عقود المشتقات المالية، لكن يتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة، ولهذا لا تخضع لشروط نمطية محددة، كما هو الحال في العقود المتداولة في الأسواق المنظمة، لكنها ستخضع كغيرها من العقود إلى التقدير الشرعي للحكم على مدى اتفاقها أو اختلافها مع قواعد الشريعة الإسلامية، ومحاولة تطويرها في حالة الاختلاف مع أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي.

المطلب الأول: عقود الخيارات في سوق رأس المال التقليدي.

لا بد قبل تقدير عقود الخيارات شرعا في سوق رأس المال التقليدي التعرض إلى مفهومها وخصائصها والفروق الجوهرية بينها وبين عقود المستقبلات.

الفرع الأول: مفهوم عقود الخيارات في سوق رأس المال التقليدي.

أولا : تعريف عقود الخيارات والمصطلحات ذات العلاقة بها.

1- تعريف عقد الخيار:

يعرف عقد الخيار بأنه: عقد يمثل حق للمشتري (ليس التزاما) في بيع وشراء شيء معين، بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية وتعتبر سوق السلع أساس نشأة الخيارات، حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار، وبذلك يشترون هذا الحق (خيار البيع) ليتمكنوا من بيع الإنتاج لتجار بسعر وفي تاريخ محددين⁽¹⁾.

2- المصطلحات ذات العلاقة بعقود الخيارات المالية المعاصرة:

هناك مصطلحات لها علاقة ملازمة لعقود الخيارات المالية المعاصرة لا بد من بينها، وذلك لتكون مضمونة، إذا ما وردت لاحقا وهي على النحو التالي:

- أ. مشتري الخيار: Option Buye وهو الشخص الذي يشتري حق الخيار، فلا يكون ملزما بالبيع أو بالشراء، وإنما له أن يمارس ذلك الحق، و له أن يتركه.
- ب. بائع الخيار "الحرر" Option Write وهو الشخص الذي يكون مجبرا أو ملزما بتنفيذ البيع أو الشراء حسب شروط العقد، إذا ما ورد المشتري "مشتري الخيار" أن يمارس حقه.

(1)- عبد الحميد محمود العلي، مرجع سابق، ص 35.

ج. سعر الممارسة أو التنفيذ: Exercise Price وهو السعر الذي يحدد عند التعاقد، البيع أو شراء الورقة المالية، يدفعه المشتري عندما ينفذ الصفقة، أثناء فترة الصلاحية، أي أثناء مدة سريان العقد.

د. الحق (Right) الذي يستخدمه مشتري الخيار: وهو محل العقد (المعقود عليه)، وهو حقه في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها في المستقبل أما ما يقع عليه الحق من سهم أو سند أو مؤشر فليس محلاً للعقد وإنما هو مادة الخيار⁽¹⁾.

هـ. ثمن الحق: Premi وهو المكافأة "Premium" التي يحصل عليها البائع (محرر الخيار) مقابل تنازله عن حق البيع أو الشراء لمشتري الخيار، فيصبح ملتزماً بموجبه، وهذه المكافأة غير قابلة للرد.

و. مدة الخيار: وهي القدرة الزمنية التي يمكن تنفيذ الخيار خلالها، وهي في حالة الخيار الأمريكي الذي يمكن أن ينفذ في أي تاريخ الاستحقاق، أو هي التي تنتهي بتاريخ التنفيذ في حالة الخيار الأوروبي الذي لا ينفذ إلا في يوم الاستحقاق.

ي. القيمة الذاتية للخيار: هي الفرق بين القيمة السوقية للأداة المالية والتي يمارسها عليها الخيار (السهم مثلاً) ومن سعر الممارسة، فإذا اتجه سعر السهم نحو توقع المشتري فلها قيمة، وإذا كان اتجاه الأسعار خلاف توقع المشتري فإن قيمتها تصبح صفراً، لأنه لن يمارس حقه فيخسر المكافأة.

ل. القيمة السوقية للخيار: هي القيمة التي يمكن أن يباع بها عقد الخيار خلال فترة صلاحيته وقد تزيد عن القيمة الذاتية للخيار، وذلك إذا كان اتجاه سعر الورقة المالية نحو توقع مشتري الخيار، وتكون مدة زمنية باقية من صلاحية الخيار، لأن من مصلحته أن يبيع العقد بسعره السوقى بدلاً من ممارسة حقه في تنفيذ عقد الخيار.

ك. مادة الخيار: هي السهم أو السند أو المؤشر، وهي ليست محل العقد، وإنما محل العقد الذي يمتلكه مشتري الخيار، لذلك فالأسهم ما هي إلا المادة التي يجري عليها التوقع أو التنبؤ⁽²⁾.

ثانياً: نشأة وتطور عقود الخيارات المالية في سوق رأس المال التقليدي.

فكرة الخيارات قديمة، فقد بدأت أولاً بالسلع والعقارات ومعاملات الأوراق المالية في الأسواق خارج البورصة، وقد كانت تلك العقود غير نمطية.

إذاً بدأ التعامل في الخيارات في أسواق غير منتظمة، وذلك من خلال مكاتب التجارة وبيوت السمسرة حيث يعتمد السمسار إلى الإعلان عن استعدادة لمساعدة طرفي الصفقة (مشتريين ومحررين) على التفاوض لإبرام الاتفاق، وعلى هذا فإن الغالب على هذه العقود كانت الصفقة الشخصية وعدم التنميط وهذا كان السبب في صعوبة تداولها، وبالنظر أثناء مدة الخيار إذا لم تتسم بالسيولة.

(1) - إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، مداخلة مقدمة للمؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي.

الكويت: المعهد العربي للتخطيط، 2011، ص 3.

(2) - المرجع السابق، ص 4.

وبالنظر إلى تاريخ نشأة الخيارات، فإن التعامل بعقود الخيارات في الأسهم في سوق لندن في الأوراق المالية كان في بدايات سنة 1820، وفي سنة 1860 دخلت الخيارات في سوق أمريكا في السلع والأوراق المالية، ولكنها كما مر سابقا كانت غير نمطية وليست لها قابلية التداول في الأسواق المالية.

أما النمو المتطور للتعامل بالخيارات المالية، فقد بدأ بفضل التقدم الصناعي والتطور السياسي بين 1970-1980، حيث ظهرت أول سوق منتظمة للخيارات في سنة 1973 في مدينة شيكاغو وهي البورصة العالمية الأكبر والأولى في عالم الخيارات، حيث أنشأ مجلس شيكاغو للتجارة: Chicago Board Of Trade (CBOT) سوقا متخصصاً للخيارات المالية، صممت فيه العقود بشكل نمطي يمكن من تداولها والتعامل بها بوصفها أدوات مالية، كما تم تنميط شروط التعاقد مثل تنميط شروط التنفيذ⁽¹⁾، وذلك بتقسيم السنة إلى دورات ربع سنوية، وتنميط أسعار التنفيذ، وذلك يجعل أجار أسعار الممارسة الأقل من المائة لتكون صفرا أو خمسة وما فوق المائة يكون أحده صفرا، ولتحديد المسؤولية عن الصفقات.

فقد أنشأت إدارة البورصة مؤسسة تتولى عملية إصدار الخيار لتكون وسيطا بين مشتري الخيار ومحرره وهو ما يعرف بالمقاصة وبيوت السمسرة وعليه لم تعد العلاقة مباشرة بين البائع والمشتري ولم يعد بصفة الشخصية تأشير على الخيار وسوق تداوله⁽²⁾.

وفي سنة 1976 تم تأسيس أسواق مماثلة لتداول خيارات الشراء على الأسهم وفي 1977 تم إدراج خيار البيع على الأسهم في أغلب أسواق الخيارات الأمريكية، ثم أدرجت في الثمانينات أنواع جديدة في الخيارات على سندات الخزينة الأمريكية والعملات ومؤشرات الإدارة في أسواق الأسهم، حيث وصلت عقود الخيارات إلى أكثر من مليون عقد يوميا وتضمن مئات الملايين من الدولارات، أما الخيارات المالية في دول أوروبا، فرغم أن التعامل على الخيار يجري في أسواقها، أما الأسواق العربية فلغاية الآن لم تدخلها عقود الخيارات لا بيعا ولا شراء⁽³⁾.

الفرع الثاني: خصائص عقود الخيارات وأنواعها.

أولا: خصائص عقود الخيارات المالية (السمات العامة).

تتميز عقود الخيارات المالية المعاصرة بجملة من الخصائص يمكن إجمالها فيما يلي:

1. الخيار ورقة مالية مشتقة، تستمد قيمتها من مادة الخيار المذكورة في العقد (أسهم، سندات، أو أي ورقة مالية أخرى).

2. توقعات طرفي العقد مختلفة أمام ما يمكن أن يؤول إليه الوضع بخصوص مادة الخيار المذكورة، وإلا ما تم التعاقد أصلا، إذ يتوقع طرف ارتفاع سعر السهم خلال مدة الممارسة فيقدم على شراء حق الشراء، ويتوقع

(1) - سامي حبيبي، إدارة مخاطر السوق باستخدام عقود المشتقات المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008، ص 5.

(2) - المرجع السابق، ص ص 6،7.

(3) - القرني محمد علي، مرجع سابق، ص 19.

(4) - عبد الحميد محمود البعلي، مرجع سابق، ص 39.

- الطرف الآخر عدم تجاوز السعر السائد (القيمة السوقية وفق التعاقد)، فيقدم على بيع حق الشراء أصلاً في الفوز بالمكافأة.
3. إن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، ونظير هذا الحق فإنه يدفع ثمن هذا الخيار.
4. إنَّ ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت (أي باعت) عقود الخيار وتكون ملتزمة بتنفيذه، عندما يرغب مشترته ممارسته للحق الذي اشتراه.
5. إنَّ عقود الخيارات قابلة للتداول، بمعنى أنَّ صاحب الخيار يحق له أن يبيعها لطرف آخر بثمن مسمى بينهما.
6. خسائر مشتري الخيار محدودة (قيمة المكافأة) وأرباحه غير محدودة، فهي مفتوحة لمشتري خيار الشراء تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم، ومعلقة لمشتري خيار البيع تزيد مع انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تصل إلى الصفر (نظرياً).
7. تمكن عقود الخيارات أصحابها من إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلاَّ حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.
8. إنما توفر أربعة حالات تعامل ممكنة هي: شراء حق ممارسة الشراء وشراء حق ممارسة البيع، وبيع حق ممارسة الشراء، وبيع حق ممارسة البيع.
9. امتلاك الأوراق المالية المذكورة في عقد الخيار ليس هدفاً، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق سعري، وإذا أصرَّ طرف على الاستلام -وهو أمر غير وارد- غالباً ما يقوم الطرف الآخر بشرائها بسعر السوق السائد وقت التنفيذ، وهو نفس السعر الذي يتم احتساب الفرق بناءً عليه فتكون المحصلة واحدة، أما إذا كان التعامل على مؤشر كان الاستلام أو التسليم مستحيلاً⁽¹⁾.
- ثانياً: أنواع عقود الخيارات في سوق رأس المال التقليدي.
- يمكن تصنيف عقود الخيار وفقاً لما يلي:

1-تاريخ تنفيذ العقد:

- أ-الخيار الأوروبي: يكون عقد الاختيار اختياراً أوروبياً إذا كان مالكه ليس له سلطة ممارسة حقه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه إلا في آخر يوم من مدة الاختيار والذي اصطلح على تسميته "تاريخ التنفيذ"
- ب-الاختيار الأمريكي: يكون عقد الاختيار اختياراً أمريكياً إذا كان مالكه له أن يمارس حقه في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه طيلة مدة الاختيار.
- إذن جوهر الخلاف بين الاختيارات الأوروبية والاختيارات الأمريكية هو الوقت الذي يسمح فيه المالك حق الاختيار ممارسة حقه فيه، فإذا كان له ممارسة حقه طيلة مدة الاختيار أمريكياً، وإذا لم تكن له

(1)-نفس المرجع السابق، ص 40.

الممارسة إلا في آخر يوم من مدة الاختيار أي تاريخ انقضاء مدة العقد كان الاختيار أوروبيا، ومما يحسن ذكره هنا الخيار الأوروبي أو الأمريكي ليس ملزم منه حصر التعامل به في أوروبا وأمريكا وإنما بالإطلاق تبعا للنشأة لا غير.

2- ملكية الأصل محل الاختيار أو عدمها:

أ. الخيار المغطى: ويقصد به أن يكون المحرر في اختيار الشراء مالكا بالفعل للأوراق المالية، أو السلع أو العملات التي التزم ببيعها بمقتضى بيعه لحق الشراء، بحيث يقوم بتسليمها عندما يقرر مشتري الاختيار ممارسة حقه في الشراء.

ب. الاختيار غير المغطى (المكشوف): ويقصد به أن المحرر حين حرر اختيار الشراء لم يكن يملك بالفعل الأوراق المالية أو السلع، أو العملات التي التزم ببيعها، وإنما يحرر عليها الاختيار بنية أن يقوم بشرائها من السوق، وتسليمها للمشتري، عندما يقرر مشتري الاختيار ممارسة حقه في الشراء.

3- نوع الصفقة:

أ. عقد اختيار الشراء: وهو عقد بين الطرفين، يخول أحدهما حق شراء أوراق مالية معينة، أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات، أو غيرها من الطرف الآخر بسعر معلوم في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم ويتم بين طرفين⁽¹⁾:

- الطرف الأول: مشتري الاختيار، وهو الطرف الذي يحق له بمقتضى العقد - شراء الأوراق المالية أو السلع أو العملات أو غيرها المبينة في العقد بالسعر المتفق عليه في التاريخ المتفق عليه أو خلال الفترة الزمنية المقدرة.

- الطرف الثاني: بائع الاختيار (محرر الاختيار) وهو الطرف الذي يلتزم ببيع الأوراق المالية أو السلع أو العملات أو غيرها لمشتري الاختيار وفقا لشروط المتفق عليها إذا رغب المشتري في ذلك، وذلك في مقابل عوض معلوم يقبضه من مشتري الاختيار عند العقد ولا يرده إليه بحال سواء مارس المشتري حقه في الشراء، أم لا.

ب. عقد اختيار البيع: وهو عقد بين الطرفين، يخول أحدهما حق بيع أوراق مالية معينة أو سلع موصوفة في الذمة أو عملات أو غيرها لطرف الأخر، بسعر معلوم في تاريخ معلوم أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم، وهو يتم بين طرفيها:

- الطرف الأول: مشتري الاختيار: وهو الطرف الذي يحق له بمقتضى العقد ببيع الأوراق المالية أو السلع أو العملات أو غيرها المبينة في العقد بالسعر المتفق عليه في التاريخ المتفق عليه، أو خلال الفترة الزمنية المقدرة.

(1)- القري محمد علي، مرجع سابق، ص 35.

الطرف الثاني: بائع الاختيار (محرر الاختيار)، وهو الطرف الذي يلتزم بشراء الأوراق المالية أو السلع أو غيرها من مشتري الاختيار، وفقا لشروط المتفق عليها، إذا رغب المشتري في ذلك، وذلك مقابل عوض معلوم يقبضه من مشتري الاختيار عند العقد و لا يرده بحال، سواء مارس المشتري حقه في البيع، أم لا.

ج. عقد الخيار المزدوج: وفيه يكون من حق المستثمر (مشتري حق الخيار) شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار فهذا النوع يجمع بين خيار الشراء وخيار البيع في عقد واحد⁽¹⁾.

4- نوع الأصل محل الاختيار:

أ. عقود الاختيار على الأوراق المالية.

ب. عقود الاختيار على السلع.

ج. عقود الاختيار على العملات⁽²⁾: تعني شهادة تصدرها الشركة تعطي صاحبها الحق في الحصول على مبلغ معين من عملة أجنبية بسعر محدد من العملة المحلية، وهي نوعان: نوع تصدره المؤسسات المالية المتخصصة، ونوع آخر تصدره الشركات غير المالية التي يؤدي تعاملها في الأسواق الأجنبية إلى دخولها في أسواق الصرف الدولية، فتقوم بإصدار هذه الخيارات وبيعها للعملاء.

د. عقود الاختيار على مؤشرات الأسهم: هي عبارة عن نوع من الحظ والمجازفة، حيث أن المتعاملين يعمدون إلى تصفية الخيار نقدا فيدفع مصدر الخيار إلى المشتري الفرق بين السعر الجاري والسعر المتضمن في الخيار دون الحاجة إلى بيع وشراء السهم ذاتها، فهذا النوع لا يتضمن ورقة مالية بعينها لكنه يتضمن مؤشرا.

الفرع الثالث: الفروق الجوهرية بين عقود الخيارات وعقود المستقبلية، ومحددات سعر الخيارات المالية المعاصرة.

أولاً: الفروق الجوهرية بين عقود الخيارات وعقود المستقبلية.

1. ينصب العقد المستقبلي على صفقة شراء أو بيع فعلية بين طرفين ولكنها مؤجلة، أما عقد الخيار فينصب على (حق) شراء أو بيع أصل معين بشروط معينة.
2. في العقد المستقبلي يدفع كل من طرف العقد للوسط (بين التسوية) هامشا ماليا معيناً بنسبة معينة من القيمة الإجمالية للعقد وذلك لتأمين الوفاء بالالتزامات الطرفين ويدخل في التسوية عند انتهاء أجل العقد أما في عقد الاختيار فإن العالوة أو المكافأة PREMIUM التي يدفعها مشتري حق الخيار للمحرر عند التعاقد تعتبر بمثابة ثمن أو مقابل عقد الخيار ولا تسترد.
3. في عقود الخيار تقتصر خسارة المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة بينما في العقود المستقبلية قد تمتد الخسارة لتشمل القيمة الكلية أو الإجمالية للعقد.

(1) - أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص10.

(2) - علي محي الدين علي القرّة داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي. بيروت: دار البشائر الإسلامية، الطبعة الثالثة، 2009، ص146.

4. في عقود الخيار تقتصر خسارة المشتري على قيمة المكافأة المدفوعة بينما في العقود المستقبلية قد تمتد الخسارة لتشمل القيمة الكلية أو الإجمالية للعقد⁽¹⁾.

ثانيا: محددات سعر الخيارات المالية المعاصرة.

سعر الخيار: هو قيمة المكافأة التي يدفعها مشتري الخيار محرره، ويتحدد بناء على قوى العرض والطلب، وتتأثر هذه القوى بعدة عوامل ومن أهمها:

1. القيمة السوقية للسهم : فإذا كانت متجهة نحو الزيادة، زادت مكافأة خيار الشراء وانخفضت مكافأة خيار البيع، بمعنى إذا كانت التوقعات تشير إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم في سوق الحاضر، فإن سعر خيار الشراء سوف يميل إلى الارتفاع، بينما يميل سعر خيار البيع إلى الانخفاض في هذه الحالة، وهذا أمر منطقي فكما هو معلوم يحقق خيار الشراء الأرباح لمشتريه إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، بينما يحقق مشتري خيار البيع الأرباح عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم بالطبع هذا الربح خسارة بائع الخيار.

2. درجة التقلب في أسعار السهم: كلما كان سعر السهم عرضة لتقلب السريع، يعرض مشتري الخيار لمخاطر محتملة خلال مدته، وهذه المخاطر متزايدة من هذا يتضح أن التقلبات في أسعار السهم لها تأثير كبير على ثمن الخيار.

3. سعر التنفيذ: إن العلاقة بين سعر التنفيذ والقيمة السوقية للسهم تأثير على قيمة المكافأة، فلو أن القيمة السوقية للسهم كانت (50) دولار، فإن خيار الشراء على نفس السهم بسعر تنفيذ (40) دولار، تكون له قيمة سوقية أكبر، مقارنة مع خيار الشراء على نفس السهم بسعر تنفيذ (60) دولار، فسعر الخيار عندما يكون بسعر التنفيذ (40) دولار ينبغي أن يكون (100) دولارات أو أكثر، والأرقام المشتري بتنفيذ الخيار، أي يقوم بشراء السهم بسعر التنفيذ (40) لبيعه في السوق بالسعر الجاري (500) دولار محققا بعض الأرباح، أمّا عند سعر التنفيذ (60) دولار، فلا يتوقع قيام المشتري بالتنفيذ الفوري للخيار، حتى لو كانت قيمة المكافأة بضع سنوات⁽²⁾، لأنّ امتلاك السهم بمقتضى عقد الخيار يكلفه (60) دولار، بينما يباع السهم في السوق بسعر (50) دولار فقط، وهكذا يمكن القول بأنّه كلما نقص سعر التنفيذ عن القيمة السوقية، زاد سعر خيار الشراء، ونقص سعر خيار البيع، وكلما زاد عن القيمة السوقية، زاد خيار البيع، ونقص سعر خيار الشراء .

4. تاريخ التنفيذ: كلما طالت الفترة الزمنية المحددة لتنفيذ الخيار سواء كان خيار شراء أم بيع كلما زاد ثمن الخيار لأن السعر المتوقع غالبا ينتظر له أن يتحقق كلما طالت الفترة الزمنية الباقية حتى تاريخ التنفيذ.

(1) -مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء 2، ص 1010.

(2) -القرني محمد علي، مرجع سابق، ص 46.

5. معدلات الفائدة: ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى جعل أسعار الشراء أكبر تكلفة وإلى رخص أسعار خيارات البيع، وانخفاض أسعار الفائدة تؤدي إلى جعل خيارات الشراء أقل تكلفة إلى ارتفاع تكلفة خيارات البيع

6. العرض والطلب: كما هو الحال في كل الأسواق فإن أسعار هذه العقود تتأثر بالعرض والطلب، فتنخفض إذا زاد العرض على الطلب، وترتفع إذا زاد الطلب على العرض⁽¹⁾.

المطلب الثاني: التقدير الشرعي لعقود الخيارات والدور التحوطي لها بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية.

إنَّ البيوع المتضمنة خيارات غير مشروعة في الإسلام، هي من أكثر البيوع شيوعاً في سوق رأس المال التقليدي، حيث أنَّ الكثير من المسلمين لم يجدوا فرصة الاستثمار في هذه الأسواق نظراً لما فيه من بيوع مخالفة للشريعة، وقد كان للعلماء المسلمين المعاصرين آراءً مختلفة في هذه الخيارات حيث أنَّ بعضاً منهم حرم التعامل بها والبعض الآخر أجازها.

الفرع الأول: التقدير الشرعي لعقود الخيارات.

للعلماء في عقود الخيارات رأيان: الأول التحريم أما الثاني الجواز.

أولاً: المانعون للتعامل بعقود الخيارات المالية المعاصرة.

ذهب معظم العلماء المعاصرين إلى القول بتحريم هذه العقود، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة عام 1992 إلى عدم جواز عقود الخيارات، حيث جاء في القرار رقم (7/6/65) بعد الإطلاع على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الخيارات، وبعد الاستماع إلى المناقشات التي دارت حوله، تقرر أن المقصود بعقود الاختيارات الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين، وحكمه الشرعي أن عقود الاختيارات - كما تجرى اليوم في الأسواق المالية - هي عقود مستحثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أنَّ المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً عنه فإنه غير جائز شرعاً، وبما أنَّ هذه العقود لا تجوز ابتداءً فلا يجوز تداولها.

ومن أبرز الأدلة التي يستشهدون بها على عدم الجواز ما يلي⁽²⁾:

1- اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيارات من الشروط الفاسدة:

فالشروط الفاسدة تضم كل شرط لا يقتضيه العقد، أو يكون فيه منفعة لأحد العاقدين لا يوجبها العقد وفيه شروط ليست من مقتضى العقد، وتنافي مقتضى العقد أو تشتت على غرض يورث التنازع، إذ أنَّ المال

(1) - نفس المرجع السابق، ص 46، 47.

(2) - محمود فهد أحمد العموري، عقود الخيارات من منظور الاقتصاد الإسلامي. رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008م، ص 80.

المدفوع الذي يحصل عليه أحد طرفي العقد مقابل بيعه حق الخيار، ودفع الطرف الآخر لهذا المال مقابل تحويله الحق في فسخ العقد خلال الفترة المحددة، وهو ما يبين أن هذا الشرط يناهض مقتضى العقد ومقصوده للأسباب التالية⁽¹⁾:

- أ. إن هذا الشرط لا يفهم من صيغة العقد إذا لم يرد ذكره بالعقد.
- ب. إن الثمن المدفوع مقابل حق الخيار إنما جرى دفعه من جانب مشتري هذا الحق على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في السوق أثناء فترة العقد، وهو ما يناهض مقصود العقد الذي يعتبر بدوره مقصود الشارع.

1- انطواء عقود الخيارات (البيوع الآجلة الشرطية) على بيع الإنسان ما ليس عنده:

إن عقود الخيارات تنطوي على بيع الإنسان ما ليس عنده كون المعقود عليه غير موجود لدى البائع عند إنشاء العقد، فالذي يشتري حق خيار شراء الأسهم لن يكون بحاجة إلى امتلاك الأسهم وكل ما يحتاجه هو أن له رصيد معين في حسابه لدى السمسار، ذلك أن مشتري الخيار أصلاً لا يهدف إلى تسليم السلعة محل الخيار، وإنما الهدف كله هو تحقيق أقصى ربح ممكن من جراء الفرق بين الأسعار، وهذا يعني أن البائع لا يمتلك الأوراق المالية التي يبيعها وإنما يدخل السوق مضارباً على الهبوط متوقعاً انخفاض السعر في تاريخ التصفية، وأنه سيكون بوسعه حينئذ أن يشتري ذات الكمية من الأوراق التي سبق له التعاقد على بيعها بسعر أقل من السعر الذي باع به، ويحقق هامش ربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء، وقد اشترط العلماء لصحة عقد البيع أن يكون محل العقد موجوداً وقت العقد أو قابلاً للوجود في المستقبل وعليه فإذا لم يكن موجوداً فالعقد باطل.

2- صورية أغلب البيوع الخيارية الشرطية:

أغلب البيوع الشرطية صورية ولا يجري تنفيذها ولا يترتب عليها بالتالي تمليك ولا تملك، فلا المشتري يتملك المبيع، ولا البائع يتملك الثمن⁽²⁾، ولما كانت عقود البيع إنما وضعت شرعاً لإفادة التمليك تمليكا حقيقيا وهو أن يحصل ملك الثمن للبائع ويحصل ملك المبيع للمشتري، وعقود الخيار غير مؤدية لهذا الغرض وغير محققة لهذا المقتضى وما خالف مقتضى العقد فهو باطل، وقد بين العلماء علة عدم صحة العقود الصورية وهي:

- أ. عدم ثبوت نية البيع والشراء.
- ب. هي من أنواع الحيلة الممنوعة شرعاً.
- ج. فيها مخالفة لقصد الشارع من التكليف.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 541.

(2) - زكريا سلامة عيسى الشطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع، 2007، ص 154.

3- انطواء عقود الخيارات على الغرر:

الغرر هو ما خفيت عاقبته، ووجه الغرر في عقود الخيارات هو عدم معرفة حصول العقد من عدمه، وإن حدث فلا يدري متى؟ فهذه العقود تتوافق مع غرر كبير يتمثل في الجهالة والترقب وانتظار تقلبات الأسواق وما تأتي به من ارتفاع أو انخفاض في أسعار السلع أو الأوراق المالية، وما ينجم عن كل ذلك من خسائر للبعض ومكاسب للآخرين.

4- تعارض عقود الخيارات مع قصد الشارع من إباحة خيار الشرط⁽¹⁾:

إن كل من البائعين والمشتري ليس لهم قصد من تعاملهم بهذه العقود إلا تحقيق أكبر ربح ممكن من خلال المراهنة على فروق الأسعار وتغيرها، حتى أن هذه العقود تعطي الحق للمشتري أو البائع في طلب المزيد من السلعة المشتراة أو المبيعة إذا رأى أحدهم أن ذلك يحقق مكاسب له، إذن هي طريقة لتحديد المستفيد من المتعاملين هل هو البائع أو المشتري وكل هذا متعارض مع قصد الشارع من إباحته لخيار الشرط، فالخيار لم يشرع لكي يرى المستفيد منه هل تطور الأسعار يكون لصالحه فينفذ الصفقة أم لا يكون كذلك فيختار فسخ العقد، إن خيار الشرط لم يبيح من أجل أن يقرر المستفيد منه هل هو بائع أم مشتري، أن يطلب المشتري المزيد من السلعة المشتراة أو البائع المزيد من السلعة المبيعة (في حالة البيوع المضاعفة)، فعدم العدل في هذه العقود يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحا على حساب المتعاقد الأخرى.

5- تعارض عقود الخيارات مع قاعدة العدل⁽²⁾:

الأصل في العقود جميعها العدل، ووجه عدم العدل في عقود الخيارات يكمن في إعطاء أحد العاقدين فرصة واسعة لأن يحقق أرباحا على حساب المتعاقد الآخر، وذلك بعد معرفته لمستوى الأسعار الحالية ومقارنته بينها وبين أسعار التعاقد فيختار التنفيذ من عدم التنفيذ، بمعنى أن يكون احد المتعاقدين إما غانما أو غارما، أي أن ربح احدهما سيكون على حساب خسارة الآخر، ولا شك أن هذا ظلم وزور وهو يدخ في الميسر الحرام وأكل أموال الناس بالباطل.

6- انطواء عقود الخيارات على القمار المحرم:

القمار هو ما يكون فاعله مترددا بين أن يغنم وبين أن يغرر، بحيث يكون كل واحد من المتعاقدين إما غانما أو غارما وهذا متحقق في غالب عقود الخيارات إن لم يكن كلها ويظهر هذا عند تنفيذها، إضافة إلى أن القمار يقوم على مخالفة توقعات كل واحد من المقامرين لتوقعات الآخر، وعقود الخيارات لا يمكن أن تقوم إلا إذا كانت توقعات كل واحد من الطرفين مخالفة لتوقعات الطرف الآخر.

(1) - أشرف محمد دواية، دراسات في التمويل الإسلامي. مصر: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الطبعة الأولى، 2007م، ص245.

(2) - أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص22.

7- عقود الخيارات تندرج تحت بيع الكالئ بالكالئ⁽¹⁾:

بيع الكالئ بالكالئ هو بيع الدين بالدين، وصورته أن يشتري بضاعة مؤجلة التسليم بثمن مؤجل التسليم سواء اتحد الأجلان أو اختلفا وهو بيع ممنوع شرعاً، والواضح أن أغلب عمليات عقود الخيارات تتم بصورة بيع الدين بالدين دون تسليم مادة الخيار "محل العقد-المثمن" ولا تسليم للمثمن، حيث نجد أنها تنشأ دينا على أحد الطرفين أو كليهما دون القبض من كلا الطرفين وهذه حقيقة عقد الكالئ بالكالئ.

ثانياً: المجيزون للتعامل بعقود الخيارات المالية المعاصرة.

ذهب الدكتور أحمد يوسف سليمان في بحثه "رأي التشريع في البورصة" في الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية إلى جواز عقود الخيارات الشرطية، حيث يقول: بأن الشرط الذي اتفق العاقدان عليه في البورصة شرط صحيح، وأن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد إلى دافعه، وكذلك أجازها الدكتور محمد علي القري⁽²⁾، وقد استدلوها بعدد من الحجج والأدلة منها:

قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ﴾ [المائدة: 1]⁽³⁾.

1. تحقق مصلحة أكبر من المفسدة.

2. ضرورة وجود سوق مالية إسلامية .

ثالثاً: الترجيح بين الآراء.

من خلال تأمل أدلة الفريقين، يظهر بوضوح ضعف الأدلة التي استدلت بها المجيزون لعقود الخيارات، وذلك لأنها أدلة عامة لا تفيد وجه الاستدلال الذي ذهبوا إليه، ولا شك أن عقود الخيارات كما يجري التعامل بها في أسواق رأس المال تنطوي على الكثير من المخالفات الشرعية، وهذا يتطلب البحث في محاولة إزالة هذه المخالفات الشرعية بتطوير هذه العقود لكي تتفق مع الشريعة الإسلامية⁽⁴⁾.

الفرع الثاني: الدور التحوطي للخيارات بعد تطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية.

إنَّ غاية التحوط وإن كانت مقصودة شرعاً، إلا أن استخدام وسيلة عقود الاختيار لأجل تحقيقها مناف للشريعة، لما فيه من القمار والرهان، حيث لا يستطيع المستثمر استغلال عقود الاختيار لأجل إدارة مخاطره إلا بوجود طرف مضارب ليس همهم إلا المخاطرة وتقنص فرص حدوث فروق سعرية، يستفيد منها في تحقيق عائد ربحي، لذلك تلعب البدائل التحوطية الإسلامية دوراً حيويًا في النشاط الاقتصادي، وتجلب النفع للفرد والمجتمع ولا تعمل على أساس الرهان والمغامرة التي يسودها طابع الأناية، كما هو الحال في التقليدية والتي لا تترك آثاراً إيجابية على المجتمع، وأثرها ينحصر فقط فيمن يتعامل بها فقط، ويظهر الدور من خلال ما يلي:

(1) - محمود فهدف مهيدات، عقود الخيارات المالية المعاصرة بين المجيزين والمانعين، دائرة الإفتاء العام الأردنية، ص 04.

(2) - أشرف محمد دواية، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، مرجع سابق، ص 157.

(3) - سورة المائدة: الآية الأولى.

(4) - زكريا سلامة عيسى الشطناوي، مرجع سابق، ص 157 .

1. الأدوات التحوطية الإسلامية تعمل على تحقيق أهداف اقتصادية مفيدة للفرد والمجتمع، وتظهر هذه الآثار من خلال تشجيع الأفراد على السعي نحو الاستثمار الحقيقي الذي يعود بالفائدة على الفرد والمجتمع بعيدا المراهنات والمغامرات والبيوع الوهمية التي لا جدوى من وراءها إلا إحداث الأزمات والمشاكل الاقتصادية⁽¹⁾.
2. تجعل الفرد المستثمر مطمئنا على أمواله فهي تغطية خيارات ضد المستقبل المجهول وتقلل هذه الخيارات الخسارة غير المتوقعة من خلال إزالتها⁽²⁾.
- فالمؤسسة الإسلامية التي تتعهد ببيع الأسهم لطالب البيع من خلال تأمين مشتر لهذه الأسهم، فإن لم تجد فهي ملزمة بشرائها مقابل العمولة التي تتقاضاها، خلال فترة معينة مقررة في العقد، هذا من شأنه أن يوزع المخاطر غير المتوقعة إن حصلت على جميع الأطراف، فلا تلقها على طرف دون طرف فتكون أرباح طرف على حساب تحميل الخسارة لطرف الآخر .
3. التوزيع العادل للمخاطر يعمل على تشجيع الأفراد، ويثبت فيهم روح الطمأنينة نحو السعي للاستثمارات المشروعة التي يظهر أثرها الإيجابي على الفرد والمجتمع بأسره.
4. تعمل الخيارات الإسلامية على استقرار الأسعار في المستقبل شيئا ما، لأن قصد المتعاملين الحقيقي هو الاستثمار والتنمية، وليس الدخول في عمليات المضاربات والمراهنات التي ترفع أو تنخفض الأسعار باستمرار خلال فترة زمنية قصيرة.
5. عقد خيار الشراء وبيع العربون⁽³⁾: حيث يرى د/محمد القري أن خيار الشراء هو أشبه ما يكون ببيع العربون وبيع العربون جائز عند الحنابلة على خلاف الجمهور، حيث أنه من الأدوات التحوطية الإسلامية التي تتيح الخيار للمشتري ليقدم نحو العملية الاستثمارية أو يتراجع عنها حسب ظروف السوق، فهذا العقد يمنحه حق التفكير بمردود العملية الاستثمارية فإذا كان من مصلحته الإقدام نحو العملية قام بإتمامها، وإذا رأى عكس ذلك، اكتفى بخسارة ضئيلة لا تلحق به ضررا كبيرا، وهي المبلغ القليل الذي دفعه عربونا لإتمام العملية في المستقبل، ومثاله أن يشتري الرجل السلعة بألف دينار، فيدفع من ثمنها جزءا (عشرة دنانير مثلا)، ويقول للبائع إذا لم اشتر منك غدا فالدنانير العشرة لك، ويعد هذا العقد ملزما في حق البائع أي انه لا يستطيع أن يمتنع عن تنفيذه، أما المشتري فهو بالخيار خلال المدة المتفق عليها⁽⁴⁾.
- ورغم الخلاف حول بيع العربون إلا أننا نرى الأخذ برأي المجيزين خاصة وأن أدلتهم هي الأقوى إضافة إلى أن هذا الرأي هو الذي ينسجم مع تحقيق المقاصد الشرعية المتمثلة في دفع الضرر والحرج والمشقة، ففي تحريم العربون تضيق على الناس ومصالحهم، والسماح بإيقاع الضرر والمتمثل في تفويت الفرص على البائع أو المؤجر، أو

(1) - عبد محمود السميرت، مرجع سابق، ص 55.

(2) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص 66.

(3) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مرجع سابق، ص 27.

(4) - ياسر عجيل النشمي، أبعاديات التجارة الإسلامية العالمية. الكويت: مكتبة المعرف المتحدة، الطبعة الأولى، 2006، ص 76.

تعريض الأعيان والخدمات لتقلبات الأسعار وتدهورها، وقياسا على حكم بيع العريون، يمكن القول بجواز عقود خيار الشراء، إذا سلمت من المخالفات الشرعية الأخرى.

6. عقد خيار البيع هو التزام أو ضمان أو كفالة: الأرجح من آراء الفقهاء جواز أخذ الأجرة على الالتزام أو الضمان أو الكفالة، لقوة الأدلة خاصة مع وجود معاملات مالية تتعد بالكفالة عن عقود التبرعات ويتحقق من خلالها مصالح ومكاسب لطرفي المعاملة، وبما لا يخالف المقاصد الشرعية، وقياسا على هذا يمكن القول بجواز خيار البيع إذا خلا من المخالفات الشرعية الأخرى، فمالك الأوراق المالية الذي يدفع العمولة مقابل أن يكون له حق البيع في الفترة المتفق عليها يقوم بحماية ممتلكاته من الأوراق المالية بشراء التزام من الطرف الآخر بضمن هذه الأوراق بشرائها إذا رغب الطرف الأول⁽¹⁾.

7. خيار الشرط: وهو أن يشتري أحد المتبايعين شيئا على أن له الخيار مدة معلومة، وإن طال إن شاء نفذ البيع وإن شاء ألغاه، ويجوز هذا الشرط للمتعاقدين معا ولأحدهما إذا اشترطه²، إذن خيار الشرط هو أداة تحوطية إسلامية تلعب دورا كبيرا في التحوط من المخاطر، إذ يمكن أطراف المعاملة من إتمام معاملتهم دون منازعات، ودون إلحاق الضرر بأي طرف منهم طالما أن المسلمين عند شروطهم إلا شرطا حل حراما أو شرطا حرم حلالا.

8. خيار المجلس: يراد به إذا حصل الإيجاب والقبول من البائع والمشتري وتم العقد فلكل واحد منهما حق إبقاء العقد أو إلغاؤه ما دام في المجلس أي محل العقد، ما لم يتبايعا على أنه لا خيار، والأصل فيه قوله صلى الله عليه وسلم، «البيعان بالخيار ما لم يتفرقا»⁽³⁾.

9- خيار العيب: يراد به أن يحرم على الإنسان أن يبيع سلعة بها عيب دون بيانه للمشتري، ومتى تم العقد وقد كان المشتري عالما بالعيب فإن العقد يكون لازماً ولا خيار له لأنه رضي به.

من جملة هذه الخيارات الإسلامية يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن تنمو ويكبر حجمها، بفعل ثقة الأفراد وازدياد عدد المتعاملين مع هذه السوق جراء الأمان والطمأنينة على أموالهم، وإن وجدت المخاطر فتتوزع بعدالة، ودون أن تلقى على طرف على حساب الطرف الآخر، وهذا النمو يزيد السيولة المالية في السوق الإسلامية فيجعلها أكثر نموا وازدهارا⁽⁴⁾.

(1) - نفس المرجع السابق، ص 28.

(2) - فيصر عبد الكريم الهبتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات). دمشق: دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006، ص 246.

(3) - نفس المرجع السابق، ص 246.

(4) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص 67.

المطلب الثالث: عقود المبادلات في سوق رأس المال التقليدي.

عقود المبادلات هي أحد العقود المصنفة ضمن عقود المشتقات المالية، يتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة، ولهذا لا تخضع لشروط نمطية محددة، كما هو الحال في العقود المتداولة في الأسواق المنظمة، وهنا سوف يتم التطرق إلى مفهوم عقود المبادلات وأنواعها ونظرة الإسلام إليها.

الفرع الأول: مفهوم عقود المبادلة وتاريخها في سوق رأس المال التقليدي.**أولاً : تعريف عقود المبادلات SWAPS .**

عقود المبادلات عبارة عن اتفاق تعاقدية، يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرف آخر، وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها، وذلك دون إخلال بحق كل منهما لتلك الأصول⁽¹⁾ خلال فترة مستقبلية وهذا على فترات دورية، لذلك عرفت بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ⁽²⁾.

ثانياً: أسباب استخدام عقود المبادلات.

1. الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشأتين.

2. إنها أداة لإدارة المخاطر والتحوط.

3. إنها منخفضة التكلفة.

4. إنها تتمتع بمرونة مالية: فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار فهذه المنشآت تستطيع

أن تصدر سندات ذات سعر فائدة معوم إذا ما استشعرت أن أسعار الفائدة تأخذ اتجاهها تراجعياً، وإذا

ما استشعرت نقيض ذلك فإنها تقوم بتحويلها إلى سندات ذات عائد ثابت.

وقد نشأ أول عقد مبادلة عام 1981 فقط، إلا أنه بلغ عشرات التريليونات من الدولارات الأمريكية مع

منتصف التسعينات ونحو 48 تريليون دولار عام 2000⁽³⁾.

الفرع الثاني: أنواع عقود المبادلات وآلية عملها.

لعقود المبادلات أنواع عديدة لعل من أهمها وأكثرها شيوعاً ما يلي:

1-عقود مبادلة أسعار الفائدة:

تمت هذه العقود بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلة نوع مختلف من التدفقات النقدية.

➤ ولهذه العقود ست أركان هي⁽⁴⁾:

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع، سابق، ص 549.

(2) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 154.

(3) - أبو سليمان عبد الوهاب إبراهيم، فقه المعاملات الحديثة. مكة المكرمة: دار ابن الجوزي، 2005، ص 127.

(4) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، الجزء 2، ص 1094.

أ- دافع الفائدة الثابتة: يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغير أعلى من معدل الفائدة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني (المحزر).

ب- واقع الفائدة المتغيرة: يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشترى).

ج- معدل الفائدة الثابتة: وهو سعر الفائدة الثابت في العقد والذي يتفق عليه الطرفان، ويحصل الطرف الثاني (المحزر) في مقابل أن يدفع لطرف الأول (المشترى) معدل الفائدة المتغير.

د- معدل الفائدة المتغير: قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس أكثر أسعار الفائدة المتغيرة المحسوب على أساس أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في عقود المبادلة و هو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي.

هـ- التسوية: تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه (ربع سنوي، نصف سنوي،...) وتجدد الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يوميا لذلك يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقد المبادلة أرباح أو خسائر ورقية، كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرة بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت ، فلو أن عقد للمبادلة تتم تسويته مرتين سنويا في 15 مارس و15 سبتمبر فإن التسوية في 15 سبتمبر تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل يوم 15 سبتمبر.

و- قيمة عقد المبادلة: وهو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة ويمثل قيمة عقد المبادلة نفسه.

➤ أنواع عقود مبادلة أسعار الفائدة :

لهذا النوع من العقود أنواع عديدة غير أن أهمها عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة.

عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة والمتغيرة: يراد بها عقود المبادلة التي يكون موضوعها مبادلة أسعار فائدة ثابتة يدفعها طرف ما، في مقابل ما عليه من التزامات (ديون) بأسعار فائدة متغيرة يدفعها طرف آخر في مقابل ما عليه من التزامات أيضا، ويريد الطرف الأول أن يحول التزاماته بدفع الفائدة الثابتة إلى الطرف الثاني، في مقابل أن يتحول التزام الطرف الثاني بدفع الفائدة المتغيرة إليه، من غير أن يكون هناك أي ارتباط بين عقد المبادلة وبين العقد السابق الذي نشأ عنه التزام كل منهما.

ولتوضيح فكرة هذا النوع من العقود، نفترض أن إحدى شركات الاستثمار حملت من أحد البنوك على قرض قصير الأجل قيمته 10 مليون دج، يتم تحديده دوريا ويخضع لمعدل فائدة متغيرة وتريد هذه الشركة استثماره في فرص استثمارية بعائد ثابت بمبلغ 9%، ونظرا للمخاطر التي قد تعترض لها هذه الشركة إذا ما ارتفعت معدلات الفائدة على القروض، قامت بإبرام عقد مبادلة سعر فائدة ثابت بمتغير مع إحدى المؤسسات المالية، حيث ينص الاتفاق على أن تدفع الشركة للمؤسسة المالية فائدة ثابتة قدرها 10%، وتتم التسوية بشكل شهري مقابل أن تدفع لها المؤسسة المالية فائدة متغيرة فحسب على أساس 360 يوم في السنة، فإذا افترضنا أنه بعد مرور شهر على توقيع عقد المبادلة بلغ معدل الفائدة 10.5% فإن قيمة المدفوعات التي ستقوم بها شركة الاستثمار للمؤسسة المتغير على أساس المالية⁽¹⁾.

2- عقود مبادلة العملات:

يمكن تعريفها على أنها: (عقد بين طرفين، لبيع عملة بعملة أخرى بيعا حالا، ثم إعادة شرائها بالعملة الأخرى نفسها، بشرط تأجيل العملتين إلى وقت لاحق، بسعر صرف متفق عليه وقت العقد، مماثل لسعر الصرف في العقد الأول أو مختلف عنه).

تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلا في أسعار صرف العملات، وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الأجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها⁽²⁾. ومثال ذلك أن يتفق شخص مع أحد البنوك على إجراء عقد مبادلة الدينار الجزائري بالدولار الأمريكي وفقا للخطوات التالية:

أ- شراء 50000 دولار من البنك شراء حالا بعقبة تسليم الدولارات على أساس سعر الصرف الحالي وقدره 75 دينار لكل دولار (3750000).

ب- إعادة بيع الدولار الأمريكي في الوقت نفسه بالدينار الجزائري من البنك نفسه على أساس سعر الصرف الأجل وقدره 71 دينار لكل دولار على أن يتم التسليم بعد ستة أشهر من تاريخ العقد (3550000)، وتجدر الإشارة إلى أن تحديد سعر الصرف الأجل يتوقف على مقدار معدل الفائدة على الإقراض والإيداع بالنسبة لكلا العملتين.

3- عقود مبادلة معدل عوائد الأسهم:

عرفت على أنها: «الاتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على السهم، أو أصل مالي آخر».

(1) - نفس المرجع السابق، ص 1096.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص 70.

4- عقود مبادلة السلع:

يراد بعقد مبادلة السلع: أن يقوم أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد، ويتم تسديد الثمن فوراً، وبيعها له في نفس الوقت بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً، وبحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً.

الفرع الثالث: التوصيف الشرعي لعقود المبادلات.

يعنى هذا الفرع بتوضيح التقدير الشرعي لعقود المبادلات بأنواعها.

أولاً: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة أسعار الفائدة.

عقود مبادلة أسعار الفائدة هي عقود لمبادلة أسعار الفائدة على مبلغ محدد بفائدة متغيرة على ذات المبلغ، والحقيقة أن المبادلة ليست بين فوائد القروض كما قد يظهر، وإنما هي بين مقدار معلوم من النقود يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد، وإنما يتم تحديده بالنظر إلى أسعار الفائدة السائدة في السوق المحددة لإجراء المقابلة، وهو في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل والتأجيل، فدخل في ذلك الربا بنوعيه: ربا الفضل ورا النسبية، وهذا ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات للأدلة الشرعية الثابتة الدالة على تحريم الربا بنوعيه إذا كانت النقود من جنس واحد (أي من عملة واحدة)، وتكون ربا نسبية فقط إذا كانت النقود من جنسين مختلفين (أي من عملتين مختلفتين)، وهو ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات، وأن الواجب في بيع النقود بالنقود (الصرف) التماثل والحلول والتقابض في المجلس إذا كانت النقود من جنس واحد، والحلول والتقابض فقط إذا كانت من جنسين⁽¹⁾.

وأمر آخر يقضي بتحريم هذا النوع من العقود، وهو اشتماله على القمار، وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد، بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل، فكان كل واحد من المتعاقدين إما غانماً أو غارماً، وهذه حقيقة القمار⁽²⁾.

ثانياً: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة العملات.

بالنظر في عقد مبادلة العملات يتبين أنه يشتمل على عقدين:

1. العقد الأول: بيع عملة بعملة أخرى بيعاً حالاً، وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته، إذا حصل التقابض في مجلس العقد، لأنه صرف توفرت فيه شروطه من الحلول والتقابض⁽³⁾، أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز لما في من هدم لإحدى هذين الشرطين، هذا من جهة العقود ومن جهة أخرى المبادلة تمت بتبادل مشروط للقروض حيث أن الشركة الأولى تقرض الثانية على شرط أن تقرض الثانية الأولى⁽⁴⁾.

(1) - صالح كامل، محاضرات في الاقتصاد الإسلامي والأسواق المالية. دمشق: المنار للنشر والتوزيع، 2003، ص 547.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، الجزء 2، مرجع سابق، ص 1104.

(3) - نفس المرجع السابق، ص 1104.

(4) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 163.

2. العقد الثاني: بيع العملة المشتراة في العقد الأول بالعملة الأخرى بيعا آجلا، وهذا عقد محرم، لأنه صرف مستأجر تأجل فيه قبض العوضين فدخله ربا النسيئة، وبيع الدين بالدين مجمع على تحريمه.

ثالثاً: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة عوائد الأسهم.

عقد مبادلة عوائد الأسهم هو في حقيقته عقد لمبادلة نقود بنقود مع التأجيل، وجهالة مقدار النقود عند التعاقد، حيث لا يعلم قدرها إلا في وقت المحدد لإجراء المبادلة، وهذا العقد وفقاً لهذا التكييف يتضمن المحاذير الشرعية الآتية: الربا بنوعيه، بيع الدين بالدين، الغرر، القمار، وكل واحد من هذه المحاذير كاف وحده في تحريم هذا النوع من العقود فكيف بما مجتمعة.

رابعاً: التوصيف الشرعي لعقد مبادلة السلع.

هذا النوع من أنواع المبادلات غير جائز شرعاً لقيامه على المخالفات الشرعية التالية:

عقد مبادلة السلع يظهر فيه قصد التحايل على الربا، وأن المراد فيه أخذ النقود بنقود أكثر منها بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد، ولهذا لا يجري لها قبض أصلاً.

وما فيه من قمار لانعدام تبادل المبيع ولكن بدفع الفارق بين السلعتين، وما فيه من غرر لعدم تبيان سعر

المبيع أو سعر الشراء الذي يترك يومياً لسعر السوق.

وبذلك يتبين أن عقد مبادلة السلع بالصورة المذكورة، غير جائز شرعاً والله أعلم⁽¹⁾.

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 548.

المبحث الثالث: المؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي

تعتبر المؤشرات مرشداً بيانياً للاستثمار في أسواق رأس المال وخاصة سوق الأسهم والمحافظة الاستثمارية، وطبقاً لحاجة المستثمرين والمؤسسات ورغبتهم بوجود مؤشرات يتم على ضوءها تسعير منتجاتهم الشرعية وتقدير العوائد للعقود الممتدة عبر الزمن وقياس الأداء، ولقد كانت هناك تجربة إنشاء مؤشر داو جونز الإسلامي وفاينانتشال تايمز الإسلامي.

المطلب الأول: مفهوم المؤشرات وأنواعها.

إنَّ المؤشرات ما هي إلا دليل من الأدلة يستدل بها عن اتجاهات الصعود والهبوط لأسعار الأسهم، وبالتالي فهي مرشد بياني للاستثمار في الأسهم وهنا سوف يتم التعريف بالمؤشرات وتبيان أهميتها وتاريخها كالآتي:

الفرع الأول: تعريف المؤشرات وتاريخها.

أولاً: تعريف المؤشر لغة واصطلاحاً.

1- تعريف المؤشر لغة:

المؤشر مفرد مؤشرات والمؤشر شبيه بالترمومتر الذي يقيس درجة الحرارة في الجو، وبالتالي فإنه يقيس حركة الأسعار والتداولات في السوق المالي صعوداً وهبوطاً، إيجاباً وسلباً⁽¹⁾.

2- تعريف المؤشر اصطلاحاً:

عرفه مجمع الفقه الإسلامي بأنه: «رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة، يقصد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة، وتجري عليه مبيعات في بعض الأسواق».

وعرف أيضاً بأنه: المقياس (الترمومتر) الذي يتم بواسطته قياس التغيرات والاتجاهات في السوق المالي وخاصة في السوق المالي وخاصة في مجال الأوراق المالية.

كما أنَّ المؤشر يعني مجموعة من الأسهم يتم تحديد ثمنها في البورصة عبر المؤشرات المعتمدة كمؤشر داو جونز.⁽²⁾

إذاً المؤشر عبارة عن رقم قياسي يقيس التطورات السعرية الحاصلة في التعاملات العاجلة و الآجلة في الأسواق المالية⁽³⁾.

(1) - القرني محمد علي، الأسهم والاختيارات والمستقبلات أنواعها والمعاملات التي تجري فيها. جدة: مجلة المجمع، العدد السابع، 1991، ص 217.

(2) - معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية. عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2003، الطبعة الأولى، ص 91، 92.

(3) - نفس المرجع السابق، ص 36.

ثانيا: تاريخ المؤشرات.

يرتبط الحديث عن تاريخ المؤشرات المستعملة في أسواق الأوراق المالية بالحديث عن تاريخ هذه الأسواق نفسها، ومن هنا يعد سوق نيويورك المالي من أقدم وأكبر الأسواق المالية الدولية في العالم حاليا، وقد أنشأ هذا السوق في عام 1817م، وقد حقق نمواً متسارعاً، حيث بلغت استثماراته الكلية أكثر من 4,5 تريليون دولار علماً بأنَّ هذا السوق يعتمد على مجموعة من المؤشرات من أهمها المؤشر الصناعي داو جونز، حيث يعتبر أقدم مؤشر لقياس أسعار الأوراق المالية وتطوراتها، كما يعتبر أقدم مؤشر لقياس الأسعار في الأسواق المالية. وهذا يبين مدى قدم هذه المؤشرات، تبعاً لقدم الأسواق التي تتعامل بها والتي تعمل فيها هذه المؤشرات بوظيفة المقياس للنشاط المالي فيه⁽¹⁾.

ثالثا: أهمية المؤشرات.

للمؤشرات في أسواق المال العالمية أهمية كبرى، ففي حين أنها تعكس التطورات الجارية في هبوط أو نزول الأسعار إلا أنه أصبح لها دور آخر أكبر أهمية، حيث أصبحت أداة استثمارية أو صكوك مالية أو نقدية. كما أنها تؤدي دوراً هاماً في قياس مدى هبوط أو ارتفاع أسعار الأسهم والسندات في الأسواق المالية الدولية كما أنه يقيس كفاءة السوق من خلال احتساب عوائد الشركات المختلفة، وبالتالي فإنَّ المؤشرات لها دور مهم في اقتصاديات اليوم.

ومن هنا فإنه يمكن إجمال أهم الأهداف التي تؤديها المؤشرات في اقتصاد اليوم من خلال ما يلي:

1. تقييم كفاءة السوق.
2. تعديل المحفظة الاستثمارية وذلك على وفق أفضل المؤشرات السائدة في السوق الدولي.
3. استخدام المؤشرات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق وربطها بالتغيرات في أسواق السلع والخدمات.
4. كشف عيوب الاقتصاد الوطني من حيث الركود أو التضخم .
5. وهنالك دور جديد لهذه المؤشرات حيث استخدمت أحيراً كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات.

من خلال ما سبق يظهر لنا جلجا الدور الهام الذي تقوم به المؤشرات في اقتصاديات العصر حيث صارت هي المقياس الوحيد لحركة الأسعار في هذه الأسواق وخاصة أسواق الأسهم العالمية⁽²⁾.

الفرع الثاني: أنواع المؤشرات.

توجد العديد من المؤشرات الدولية وسوف نستعرض أهمها:

1. مؤشر داو جونز الصناعي في الولايات المتحدة الأمريكية: وهو مجموع أسعار أسهم 30 شركة مختارة لأهميتها وحجمها مقسوما على رقم ثابت هو منخفض في قياس مستوى الأسعار ارتفاعا وهبوطا، ويشار إلى هذا

(1) - محمد أمين ولد عالي الغلاوي، مرجع سابق، ص 333.

(2) - القرني محمد علي، الأسهم والاختيارات والمستقبلات أنواعها والمعاملات التي تجري فيها، مرجع سابق، ص 573.

- المؤشر بعلامة ⁽¹⁾ djla، وقد اتخذت هذا المؤشر سوق نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية والتي أنشأت عام 1817م.
2. مؤشر ستاندربورد 500: وهذا المؤشر يعتبر أيضا من أهم المؤشرات في أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية، وخصوصا في أسهم سوق نيويورك وهو أكثر دقة، إذ أنه يقيس التغير في قيمة حافظة استثمارية لكونه من أسهم 500 شركة، حيث أنه لكل شركة وزن معتمد على القيمة الكلية لجميع أسهم الشركة في السوق.
3. ثم مجموعة مؤشرات نازداك للقيم السوقية .
4. ويعتبر سوق لندن من أكبر الأسواق المالية الدولية في أوروبا، وهو يضم حسب إحصائيات منتصف التسعينات 2600 شركة محلية وتتداول فيها 2700 ورقة مالية قيمتها الكلية تزيد على 561 مليار دولار وتعامل بالمؤشر fla وغيره .
5. ويعتبر سوق طوكيو في اليابان أكبر سوق على مستوى آسيا حيث تأسس سنة 1878 م، وقد ضمت هذه السوق في منتصف التسعينات 1781 شركة بلغت القيمة السوقية الكلية لأوراقها 3,6 تريليون دولار أمريكي وتعتمد هذه السوق على مؤشر Topix والذي يقوم على القيم السوقية وعدد أسهمه 1800 سهم ويشار إليه اختصارا ب Tsek كما أنه يستخدم أيضا مؤشر نيكى Nikkei.
6. ويعتبر سوق باريس المالي من أهم الأسواق الدولية في أوروبا، ويستخدم هذا السوق مؤشر (CAC) ويضم هذا المؤشر 212 شركة و يقوم على القيم السوقية، وكانت سنة الأساس بالنسبة له عام 1981م.
7. كما يعتبر سوق ألمانيا من أهم الأسواق الأوروبية ويستخدم المؤشر dax وهو يضم 30 شركة من أكثر الشركات كفاءة و موزون بقيم سوقية وحددت سنة 1987 م كسنة أساس بالنسبة له ⁽²⁾.

الفرع الثالث: التقدير الشرعي للمؤشرات في سوق رأس المال الإسلامي.

لقد ذهب كل من الدكتور القرني والدكتور القره الداغي إلى أن التعامل بالمؤشرات صورة من صور القمار لأن ما يدفعه المشتري يحصل في مقابله على فرصة ربح تعتمد على الحظ والمخاطرة فقط، ولأن ما يحصل عليه من عائد ليس له مصدر حقيقي، لكنه شبيه بالميسر يكسب الطرف الأول خسارة الطرف الثاني اعتمادا على ما قامر عليه.

وقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 7/1/65، المنعقد في جدة بالمملكة العربية السعودية بشأن الأسواق المالية إلى حرمة التعامل بالمؤشرات بيعاً وشراءً، حيث جاء في القرار: «لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده» ⁽³⁾.

(1) - طاحون نصر علي، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية. مصر: دار النهضة العربية، 2003، ص 160.

(2) - بلول مختار محمد، كيف تستثمر أموالك في الأسهم والسندات. القاهرة: المكتب المصري الحديث، 1992، ص 111.

(3) - القرني محمد علي، الأسهم والاختيارات والمستقبلات أنواعها والمعاملات التي تجري فيها مرجع سابق، ص 575.

المطلب الثاني: إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية.

بما أنّ التعامل بالمؤشر بشكله الحالي صورة من صور القمار، أعطت الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي بديلاً مناسباً، حيث أنشأت مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقاً لموجهات الاقتصاد الإسلامي، وأنّ هذه المؤشرات تسير على خطى الأسهم الخاضعة للشرعية الإسلامية في كل أنحاء العالم فقد تنوعت إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية إلى نوعين: مؤشرات داو جونز الإسلامية ومؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية، ثم التعرف على العوامل التي ساعدت في ظهورها وانتشارها.

الفرع الأول: إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية.

أولاً: مؤشرات داو جونز الإسلامية Dow Jones Islamic Indexes.

يعود ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية في الأسواق المالية العالمية إلى نهاية القرن العشرين بإصدار مؤشرات داو جونز لسوق رأس المال الإسلامي، التي صدرت للمرة الأولى في العام 1999 وتم الإعلان عنها من المنامة في البحرين، إذ يتكون من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين، وتستخدمه الآن حوالي 28 ألف شركة على مستوى العالم⁽¹⁾، ومن الجدير بالذكر أنّ شركات المؤشرات ليست من الدول الإسلامية فحسب، ولكنها من حوالي 48 دولة في العالم ومنها الولايات المتحدة الأمريكية، لتكون الأولى من نوعها لقياس الأسهم الاستثمارية العالمية التي تمثل للشرعية الإسلامية، تم اختيارها من 2700 سهم شركة تدخل في مؤشرات داو جونز العالمية، والبلد الإسلامي الذي يضمه هذا المؤشر هو اندونيسيا⁽²⁾.

تجدر الإشارة إلى أنّ مجلساً مستقلاً مختصاً بالإشراف على الشرعية، يُعنى بتقديم التوجيهات الإرشادية لمؤشرات داو جونز في الأمور المتعلقة بامتنال الشركات وأهليتها للمشاركة في مؤشرات داو جونز للسوق المالية الإسلامية يسمى المجلس الاستشاري الشرعي، مكوناً من ستة أعضاء علماء شريعة واقتصاد إسلامي لهم خبرة طويلة وكبيرة في أعمال هيئات الرقابة الشرعية في عديد من المؤسسات المالية والإسلامية وهم (د. عبد الستار أبو غدة - د. محمد داود بكر - د. محمد القري - د. يوسف طلال - الشيخ محمد تقي العثماني - والشيخ أحمد ماکو)⁽³⁾، من الدول التالية: سوريا، باكستان، البحرين، المملكة العربية السعودية، ماليزيا، الولايات المتحدة الأمريكية

تضم السلسلة أكثر من 100 مؤشر، مما يجعلها الأكثر شمولية لمقاييس سوق رأس المال الإسلامي، حيث إنّها تشمل مؤشرات إقليمية وقطرية وصناعية تدرج جميعها ضمن مؤشر داو جونز لسوق رأس المال الإسلامي

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مرجع سابق، ص32.

(2) - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص164.

(3) - زيد عبادات، التجربة الماليزية. نموذج للمصرفية الإسلامية. At www.austriaday. تاريخ الزيارة: 13-07-2011

موزعة على أسواق العالم التي يتم التعامل فيها إسلامياً مثل: مؤشرات داو جونز الإسلامي الأمريكي والياباني والإنجليزي والأوروبي والكندي والآسيوي والمليزي، وهكذا...، كما تعد مؤشرات حسب النشاط الاقتصادي وتوجد أيضاً مؤشرات داو جونز الإسلامية للتكنولوجيا، والاتصالات، والصناعة، والنفط والغاز، والخدمات المالية.

ثانياً: مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية Ftse Global Islamic Indexes

صممت بورصة فاينانشيال تايمز البريطانية في 13 جويلية 2000م مؤشرها الإسلامي العالمي فاينانشيال تايمز الإسلامي، لتتبع أداء شركاتها القائمة أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتضم خمسة مؤشرات من فاينانشيال تايمز الإسلامية وهي: المؤشر الإسلامي لكل العالم، والمؤشر الإسلامي لأمريكا، والمؤشر الإسلامي لأوروبا، والمؤشر الإسلامي لآسيا والباسيفيك، والمؤشر الإسلامي لجنوب إفريقيا، وتغطي هذه المؤشرات الخمسة 29 دولة من أسواق المال العالمية، وتستعين مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية بمجلس للإشراف التشريعي يضم أربعة من العلماء في الشريعة الإسلامية⁽¹⁾.

الفرع الثاني: العوامل التي ساعدت في ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية. يمكن اختصارها فيما يلي⁽²⁾:

أولاً: ظاهرة المسؤولية الاجتماعية للاستثمار، حيث ظهرت كثير من صناديق الاستثمار التي تتجنب بعض الفئات من الأسهم، مثل أسهم شركات الدخان والأسلحة والطاقة النووية وتلك التي تلوث البيئة، كما أن كثيراً من المسيحيين يرفضون وضع أموالهم في صناديق تستثمر تبعاً للمسؤولية الاجتماعية إذا كانت تتعامل في أسهم مثل شركة "الت ديزني" لكونها تبيع خدمات لا تتفق والتقاليد العائلية، إلا أن الكثير من الصناديق والمؤشرات الإسلامية تناسب رغبة المسيحيين وأصحاب العقائد الأخرى، خاصة الذين يرفضون الاستثمار فيما يسمى بأسهم الخطيئة.

ثانياً: تزايد اهتمام المستثمرين بربط أصولهم بالمؤشرات بدلاً من الاعتماد كلياً على استراتيجيات الإدارة النشطة لأموالهم.

ثالثاً: مع وجود أكثر من 102 بليون مسلم في العالم، وتزايد الطلب على الخدمات المالية الإسلامية ساهمت المواقع الإسلامية في إظهار حجم الطلب، مما أدى إلى انتشار التمويل الإسلامي وهو ما دفع المؤسسات المالية الإسلامية إلى تطوير المنتجات المالية الإسلامية لتحقيق الأرباح المحتملة من تلبية هذا الطلب.

رابعاً: الانتشار الجغرافي للمستثمرين المسلمين من ذوي الدخل المتوسط الذين يعيشون في الغرب حيث يمثلون القطاعات الأسرع نمواً لصناعة الخدمات المالية الإسلامية.

(1) - حنان إبراهيم النجار، آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية. بحث مقدم للمؤتمر العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات - جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15-17 ماي 2006، ص1382.

(2) - نفس المرجع السابق، ص1376.

خامسا: ظهور وانتشار البنوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية والمؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الإسلامي.

سادسا: تزايداً وانتشارا الدراسات والمؤتمرات عن التمويل والاستثمار الإسلامي في كل دول العالم حتى غير الإسلامية، ساهم في فهم ودعم هذا الاتجاه.

الفرع الثالث: أهمية مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية وغيرها من المؤشرات الإسلامية.

تبدو أهمية مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية وغيرها من المؤشرات الإسلامية فيما يلي⁽¹⁾:

أولاً: إنه يخدم القطاعات الأخرى في أسواق رأس المال الإسلامية، فعلى سبيل المثال كانت هناك مشكلة عند تقييم الصناديق الإسلامية، تتمثل في لجوء من يديرونها إلى استعمال معايير قياس مشتقة من مؤشرات داوجونز و world index لقياس الأداء الداخلي الخاص بهم، وبالتالي يتسبب هذا في عدم وجود نمط موحد وأساس سليم وموضوعي، لذلك فاستخدام هذا المؤشر المالي الإسلامي يخدم الأغراض المالية للصناديق الاستثمارية ويتماشى مع مبادئ الشريعة.

ثانياً: أصبح عدد صناديق الاستثمار بمؤشر داوجونز الإسلامي يصل إلى 100 صندوق، يبلغ إجمالي قيمتها المالية نحو 40مليار دولار، كما يؤدي وجود هذا المؤشر إلى اجتذاب جزء من الأموال العربية المستثمرة في الخارج، ليتم استثمارها داخل المنطقة العربية بشكل صناديق استثمارية، أو من خلال المشاركة في الشركات التي تدرج ضمن المؤشر.

ثالثاً: يعطي المؤشر أيضاً ميزة لنظام الاستثمار المالي الإسلامي عبر الإنترنت، إذ سيكون بمثابة الحل الأمثل للمؤسسات المالية والبنوك الإسلامية، حيث سيجعل لها ميزة تنافسية، لأن وجود مؤشر سوف ينشط من تلك الاستثمارات إذ سيتيح النظام الجديد لهذه المؤسسات إمكانية الاستجابة للطلبات المتزايدة لعملائها على الاستثمارات المالية الإسلامية، وذلك من خلال ما يقدمه النظام من فرصة كبيرة للدخول إلى كبريات أسواق المال العالمية، وتقديم خدماتها الاستثمارية لقاعدة عملائها.

رابعاً: يمكن المؤشر الإسلامي من تكوين محفظة تتمتع بالسيولة ومقاومة للركود، وتتمتع بالحماية ضد التضخم، بينما تؤمن توفير عائدات مجزية في السوق مقابل رسوم إدارة منخفضة.

الفرع الرابع: آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية.

يتم اختيار مكونات مؤشرات داوجونز لسوق الأسهم الإسلامية على خطوتين:⁽²⁾

- الخطوة الأولى: يتم استبعاد أسهم الصناعات التي تحرمها الشريعة الإسلامية.

(1) - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مرجع سابق، ص31.

(2) - ا نفس لمرجع السابق، ص 1388.

- الخطوة الثانية: تطبيق معايير النسب المالية المسموح بها في مديونية الشركات التي اختيارها في الخطوة الأولى، وهي ثلاث نسب وتحدد لها حدود قصوى يجب ألا تتعداها الشركة لكي تقبل في المؤشر الإسلامي وتبقى ممثلة فيه وهي كالتالي :

1. نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل إلى الأصول أقل من 33%.

2. نسبة الديون قيد التحصيل أقل من 49%.

3. نسبة دخل الفائدة إلى الدخل التشغيلي العام أقل من 10%.

أما بالنسبة لنسبة دخل الفائدة إلى الدخل التشغيلي العام التي هي أقل من 10% فلا يجوز التعامل بأسهم شركة تتعامل بالربا حتى وإن كانت قد أسست بنشاط حلال.

وقد جاء في ندوة البركة سنة 1998م عن أسهم الشركات التي تودع الأموال الفائضة لديها في المصارف الربوية وتدخل الفوائد الربوية في مجموع أموال الشركة ولو كانت المبالغ ضئيلة، حيث كان للعديد من المشاركين آراء ثابتة في هذا الموضوع نقتبس منها بعض الآراء:

أ. د. وهبة الزحيلي: رئيس الهيئة الشرعي للمضاربة والمقاصة الإسلامية، أستاذ الفقه بكلية الشريعة بجامعة دمشق: «إن الحلال بين والحرام بين والأمر مرفوض تماما، وقال إنني أرفض رفضا كاملا المشاركة في الأنشطة المحرمة ولو جزئيا».

ب. الشيخ محمد تقي العثماني عضو الهيئة الشرعية الموحدة والقاضي بالمحكمة العليا بكراتشي: «الشركة غرضها الأساسي مشروع، ولكن قد تحصل الشركة على مساهمات من شركات أخرى غرضها حرام أو تساهم هي في شركات غرضها حرام، ويجب على الصناديق تجنب هذه الأنشطة كليا» أنشطة أسهم هذه الشركة.

ت. محمد مختار السلامي: عضو الهيئة الشرعية الموحدة ومفتي الجمهورية التونسية: «إن المبني على الفساد هو فاسد والفقيه لا يمكن أن يعطي قولا هو لا يؤمن به وإن كانت بعض الصناديق دخلت في مجالات أخرى محرمة، فلا يمن أن نقول إن نشاطها حلال».

ث. الصديق محمد الأمين الضيرير: رئيس الهيئة الشرعية لبنك البركة السوداني وأستاذ قسم الشريعة بكلية القانون بجامعة الخرطوم: «إن الأصل هو حرمة التعامل مع أنشطة تتعامل بالربا حتى ولو كان هدفها مشروعا، وإنني مع حرمة الاستثمار في هذه الشركات فالمبررات لا تبرر الإسهام في هذه الشركات، أما مسألة النسبة الحلال في الفائدة فإنه أمر لا يجوز وهو غير مقبول إطلاقا، أما الاقتراض بالفائدة فحرام ولو كان درهما واحدا».

خلاصة الفصل الثالث:

تحرم العقود المستقبلية بجميع أنواعها، وهي العقود المستقبلية على السلع، وعلى أسعار الفائدة، وكذا العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، وذلك لاشتمال هذه العقود على واحد أو أكثر من المحاذير الشرعية، لكن يمكن تطويرها في إطار عقد السلم نظرا للتشابه الكبير بين عقد السلم والعقود الآجلة أو المستقبلية وقد أجاز هذا التطوير، كذلك تطويرها في إطار عقد الاستصناع، حيث يعتبر من أقرب العقود الجائزة في الاقتصاد الإسلامي والتي تسمح بتأجيل تسليم الثمن والمبيع، وكذا دورهما في التحوط ضد تقلبات وفروقات الأسعار.

عقود الخيارات التي يتم التعامل بها في أسواق رأس المال التقليدية هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وتختلف عن شرط الخيار المعروف إذ تنوع إلى نوعين رئيسيين هما: عقد اختيار البيع، وعقد اختيار الشراء، يدفع فيهما أحد الطرفين، وهو مشتري الحق، عوضا للطرف الآخر، وهو معطي الاختيار (بائع الحق)، في مقابل تمتع المشتري بحق الاختيار بين البيع وعدمه في حالة اختيار البيع، أو الاختيار بين الشراء وعدمه في حالة اختيار الشراء، وبما أن العقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا عنه فإنه غير جائز شرعيا وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها، وبذلك يتبين بطلان التعامل بعقود الاختيار المتعامل بها في أسواق رأس المال التقليدية.

من خلال الخيارات الإسلامية التحوطية كخيار الشرط وخيار الشراء الشبيه ببيع العربون، يمكن لسوق رأس المال الإسلامي أن تنمو ويكبر حجمها، بفعل ثقة الأفراد وازدياد عدد المتعاملين مع هذه السوق جراء الأمان والطمأنينة على أموالهم، وإن وجدت المخاطر فتتوزع بعدالة، ودون أن تلقى على طرف على حساب الطرف الآخر، وهذا النمو يزيد السيولة المالية في السوق الإسلامية فيجعلها أكثر نموا وازدهارا.

تنوع عقود المبادلات المتعامل بها في أسواق رأس المال التقليدية إلى الأنواع التالية:

أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة: هو في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل والتأجيل، فدخل في ذلك الربا بنوعيه: ربا الفضل ورتبا النسئة إذا كانت النقود من جنس واحد (أي من عملة واحدة)، وتكون ربا نسئة فقط إذا كانت النقود من جنسين مختلفين (أي من عملتين مختلفتين)، وهو ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات، وكذا اشتماله على القمار، وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد، بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل، فكان كل واحد من المتعاقدين إما غائما أو غارما، وهذه حقيقة القمار.

ب- عقد مبادلة العملات: يشتمل على عقدين: العقد الأول يشمل بيع عملة بعملة أخرى بيعا حالا، وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقابض في مجلس العقد لأنه صرف توفرت فيه شروطه من الحلول والتقابض، أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز لما في من هدم لإحدى هذين الشرطين، هذا من جهة العقود، من جهة أخرى المبادلة تمت بتبادل مشروط للقروض حيث أن الشركة الأولى تقرض الثانية على شرط أن تقرض الثانية

الأولى، أما العقد الثاني فهو بيع العملة المشتراة في العقد الأول بالعملة الأخرى بيعا آجلا وهذا عقد محرم لأنه دخله ربا النسيئة وبيع الدين بالدين المحرم.

ج- عقد مبادلة عوائد الأسهم: غير جائز لتضمنه المحاذير الشرعية الآتية: الربا بنوعيه، بيع الدين بالدين، الغرر، القمار، وكل واحد من هذه المحاذير كاف وحده في تحريم هذا النوع من العقود فكيف بها مجتمعة.

د- عقد مبادلة السلع: غير جائز لقيامه بالتحايل على الربا وأن المراد فيه أخذ النقود بنقود أكثر منها بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد، ولهذا لا يجري لها قبض أصلا، إضافة لما فيه من قمار لانعدام تبادل المبيع ولكن بدفع الفارق بين السلعتين، وما فيه من غرر لعدم تبيان سعر البيع أو سعر الشراء الذي يترك يوميا لسعر السوق.

لقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره حول شرعية المؤشرات إلى أن التعامل بالمؤشر في الأسواق العالمية محرم شرعا، لأنه بيع شيء وهمي معدوم، لكن الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي أعطت بديلا مناسباً، حيث أنشأت مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقا لموجهات الاقتصاد الإسلامي، وأن هذه المؤشرات تسير على خطى الأسهم الخاضعة للشرعية الإسلامية في كل أنحاء العالم، وبالتالي فهي تتيح للمستثمرين الإسلاميين أدوات شاملة مبنية على منظور استثماري عالمي حقيقي، حيث تنوعت إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية إلى نوعين: مؤشرات داو جونز الإسلامية ومؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية.